

●特集

規範と会社法

ペンシルヴァニア・ローレビュー研究会（代表：上村達男）

〈執筆者（掲載順）〉

- ① 金 賢仙（日本学術振興会特別研究員）
- ② 山本真知子（甲南大学法学部助教授）
- ③ 長谷川 新（静岡大学人文学部助教授）
- ④ 満井美江（早稲田大学大学院法学研究科
研究生・國學院大学法学部非常勤
講師）
- ⑤ 柿崎 環（跡見学園大学マネジメント学部
助教授）
- ⑥ 若林泰伸（國學院大学法学部専任講師）
- ⑦ 清水真人（早稲田大学法学学術院助手）
- ⑧ 柴崎 暁（早稲田大学商学学術院助教授）
- ⑨ 遠山 秀（早稲田大学大学院法務研究科）
- ⑩ 渡辺宏之（早稲田大学法学学術院助教授・
COE《企業法制と法創造》総
合研究所）
- ⑪ 久保田安彦（早稲田大学商学学術院助
教授）
- ⑫ 河村賢治（関東学院大学経済学部助教授）
- ⑬ 村上 誠（早稲田大学法学学術院助手）
- ⑭ 王子田誠（姫路独協大学法科大学院助教
授）
- ⑮ 川島いづみ（早稲田大学社会科学総合学術
院教授）

2001年に、アメリカのペンシルヴァニア・ロースクールにおいて、「法と規範」に関する、エボック・メイキング的なシンポジウムが開催された。当研究所の資本市場部門（企画責任者：上村達男教授）は、ペンシルヴァニア・ロー・レビューの同シンポジウムの特集を題材とし、社会規範と会社法に関す

る理論を学びかつ批判的考察を行うべく、「ペンシルヴァニア・ローレビュー研究会」を立ち上げ、2004年から2005年にわたって5回の研究会を開催した。以下に掲載したものは、若手研究者を中心とする、同研究会の報告担当者による、上記シンポジウムに関する論文の要旨とコメントである。

1. シンポジウム「規範と企業法」 イントロダクション¹

Edward B. Rock, Michael L. Wachter,
Introduction, 149 U. Pa. L. Rev. 1607(2001).

(1) 問題意識の所在

近年、法学の各分野において、社会規範についての研究が盛んになってきており、例えば、本シンポジウムに先駆けて1996年2月にペンシルバニア大学において「SYMPOSIUM: LAW, ECONOMICS & NORMS」が開催されている²。

企業を背景とした場合の規範についての関心が隆起してきているが、それは、以下の様な点において、企業自身の規範が大きな役割を果たしているためである。すなわち、一つ目として、企業の内部者同士の関係は、契約的なものではなく、企業の人々の行動の指針は往々にして、その企業の文化によってもたらされ、また、規範を元にしたものである、ということがあり、二つ目として、会社法は、強行法規的なものであるというよりも、むしろ、任意規定と授權規定とがひとまとまりに

なっているものでもあり、そのため、企業は、非常に広い幅の裁量によって、彼ら自身の規範に従うことができ、‘正しく’ことを行い得る、ということがある。

企業を背景とした場合の規範について考察することは、会社法に係る、以下のいくつかの点を明らかにするに資するであろう。すなわち、一つ目として、明確なラインが存在しない場合に、法がどのように企業統治に影響を与えるかという問題、二つ目として、企業が背景となる場合に、なぜ規則 (rules) よりむしろ標準 (standards) がよりよく機能するのかという問題、三つ目として、企業弁護士が、往々にして訴訟弁護士 (litigation lawyer) ではなく取引弁護士 (transaction lawyer) であるという事実、四つ目として、なぜ、判例が僅かにしか存在しないのかという問題、五つ目として、会社法の中の暗黒物質 (the dark matter)、すなわち、訴訟提起されるに至らない事案をどのように理解するかという問題、六つ目として、(諸規範についての経済学を基調とした研究と法学を基調とした研究との間にある平行線を少しでも近づけることも視野に置いた上での) 企業文化の役割および企業論における信頼 (trust) の役割についての問題である。

(2) シンポジウムの構成および突出した三つのテーマ

第一部では、「企業法と“規範”との一般的な関係」について考察をした。(報告者は、① Edward B. Rock & Michael L. Wachter, ② Oliver Harts, ③ Robert Cooter & Melvin A. Eisenberg, ④ Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, ⑤ David A. Skeel, Jr., ⑥ Marcel Kahan)

第二部では、「企業法における特定の局面を説明するために規範を用いることについての分析」を試みた。(報告者は、① Saul Levmore, ② David Schizer, ③ Eric Talley, ④ Paul G. Mahoney & Chris W. Sanchirico)

第三部では、「国際的、比較的見地からの検討」を試みた。(報告者は、① Mark Roe, ② Curtis Milhaupt, ③ Bernard Black, ④ John Coffee)

報告者らは、様々な角度からアプローチしているが、その中でも突出した三つのテーマが現れた。まず、最も際立った問題として、法と非・法的に強制することが可能なもの、すなわち、“法”と“規範”との間における複雑な関係が採り上げられた。次に、どのように企業統治が作用するかを理解することに“規範についての分析”が役立つか否か、もし役立つならばどのように役立つのか、ということが論じられ、さらに、企業の規範は、有効であり得るか否か、あり得るならどのようなときに有効か、ということが問題となった。

これらのテーマのそれぞれから論じられることは、つまるところ、規範による統治において法がどのように関与するのか、ということの繰り返しでもある。すなわち、裁判所は、どのようにして、ある行為が、自律的統治によるものか、または法によって統治されたものかを見分けるのであろうか。これら(自律的統治と法による統治と)が混ざったシステムは、安定したものであろうか。そのような混ざったシステムの世界における法は、どのような役割を果たすのであろうか。企業の法的制度は、果たして規範による統治を支持するものであるのか、または、弱体化させるものであるのか。

(3) 議論の出発点として～規範 (norms) の定義～

上記のような議論の出発点として、対象を把握するために、規範についての定義をそれぞれ明確にした。著者は、新しい用語、すなわち、NLERS (non-legally enforceable rules and standards: 非・法的に強制され得る諸規則および諸基準) を、norms (規範) という言葉と置きかえるよう提案した。

NLERSとは、ある行為が見返りや罰といった私的に強制されるシステムを通して、忠実になされる（あるいは遵守される）場合を指す。ある強制に何らかの法的な受け皿が含まれているのであれば、当該合意は契約的なものであり、よって、そのような枠組の中で捉えられなければならないこととなる。

(4) 経済学についての指摘

経済学者は、“絶対的な契約”および“自己強制的契約”といった言葉を用いるが、仮に自律的統治による現象を示すためなのであれば、“契約”という言葉を用いることには、語弊がある。

また、法学者らによって広く採用されているプリンシパル－エージェントモデルにおいても同様の複雑性がある。これによると、エージェントは、監視され、または拘束されると常に、その代わりとなるインセンティブの下に行動するが、そこでは、法による強制の存在が意識されていない。そして、壁に囲まれたモデルの中では、監視や拘束が完全にはなされない場合においてさえも、依然として法の強制力が意識されない。そのようなモデルでは、せいぜい好都合に、当該当事者らの合意を契約として強制することによって、監視および拘束のコストを下けている、と指摘される程度である。

このような問題は、経済学者およびファイナンス研究者による企業論についても同様に存在する。これらによれば、取引コストこそが企業内における行動を根拠付けるものとされる。

(5) NLERSの作用

では、NLERSによる統治は上記議論とどう関係するのであろうか。我々が企業内での行動がNLERSによって治められているという場合、何を意味するのであろうか。エージェントまたは企業の役員らが、（資本、製品、労働）市場に抑制される場合に、

NLERSは果たして伝統的な議論に何かを加えるだろうか。規範に基づいた行動が市場の原理に基づいた自己利益よりも上回る作用を果たすことはないのであろうか。

NLERSによる規律付けは、強制的な契約の下の法制度による規律付けと同じ役割を果たす。その多くは、その契約的義務を果たすことが企業の自己利益に沿う場合に現れる。

企業内では、何が法的制裁と同じ役割を果たすのであろうか。答えは、当事者自身の規範である。規範による統治が企業内部で機能する場合には、極めて効率的に見返りと不利益とが対になって現れ、司法的強制は、ほとんど必要とならない、ということになる。

ほかに、重要な論点として、ある関係が規範によって治められている場合においての、法の役割についての疑問がある。初歩的な疑問として、規範による統治は、非・法的強制と法的強制との間の中間的位置を占めることができるのであろうか。我々が、NLERSという新しい定義を採用したことからも分かるとおり、我々の答えはノーである。NLERSによる統治の境界線は、司法的境界線を効果的なものとさせるように機能しなければならない。

だからといって、NLERSと法とが、二つの完全に隔絶された領域において作用する必要がある、ということの意味するものではない。

我々の視点からすると、会社法は、株主の価値を最大化するための極めて洗練されたメカニズムである、と理解される。そして、また、会社とは、多分にNLERSによって統治されるものであるため、会社法を、NLERSによる統治を促進するための極めて洗練されたメカニズムとして捉えることもできる。

(6) 結び

我々は、成文法によるか、または判例法によるかを問わず、会社法の構造とは、規範による統治を分析の射程内に含めるとより全面

的に理解することができるものである、と考
える。とはいえ、全体像の把握とこの問題に
ついての理解は、今後の課題となっている。
会社法の中での規範による統治の重要な役割
に対して、引き続き注目が注がれることを期
待する。

(コメント)

かつて人々が“法”というシステムを産み
出した、歴史やプロセスを今一度勉強しな
おす機会をいただいたようで、大変興味深
かった。ただ、一点、個人的に未消化の問題
としては、規範（または著者のいう‘NLERS’）
というものが確かに存在し、それが人々の行
動を導いている、という現象が観察できた次
に、会社法を学ぶ者として、どのような方向
性を持ってその現象に対峙するべきか、と
いうことがある。また、稚拙な疑問であるが、
法とは、作るものなのか、それとも、作ら
ないまでも存在するものなのか、ということ
等についても、今後の検討課題としたい。

(金賢仙)

2. 「無意識的な力の島々：法、規範と自 己ガバナンスによる会社」

Edward B. Rock and Michael L. Wach-
ter*, Islands of Conscious Power: Law,
Norms, and the Self-Governing Corporation,
149 U. Pa. L. Rev. 1619 (2001).

概要

本論文は、企業に関する諸学説について検
討し、2つの企業学説「取引コスト理論」と
「所有権理論」の統合を図ったうえで、「企業
の存在理由は、諸利害関係に関する法的なガ
バナンスを法的ではない実効性のあるガ
バナンスと交代させることにある。企業に
おけるガバナンスは本来NLERS (nonle-
gally enforceable rules and standards, 法的
ではない実効性のあるルール及び規範) に

よってなされるものであり、会社法は、
NLERSによるガバナンスを容易にするた
めの非常に精巧なメカニズムである。」と結
論づけている。そして、この結論を前提とし
て会社法上の重要問題のいくつかを分析して
いる。その構成は以下の通りである。

序論

I. 企業に関する諸学説と解決されなけれ ばならない諸問題

Iにおいては企業の本質に関するいくつか
の経済学説について検討している。これらは、
Coaseが1937年の論文「企業の本質」にお
いてD. H. Robertsonの「我々は、バターミ
ルクの容器の中に凝固しているバターの塊の
ように、無意識なコーポレーションという大
きな海（すなわちマーケット）の中に意識的
な力の島々（企業）を発見する。」という表
現を引用しながら投げかけた「なぜ企業が存
在するのか?」「企業の中で何が起きている
のか?」「企業（とマーケット）の境界は
何か?」という問いに対して答えようとする
ものである。まず、伝統的な「契約の束」と
いう考え方は会社のオリジナルなオーナー／
マネージャーと持分を譲り受けた者との間の
エージェンシーの関係について扱っただけで
あり、内部ガバナンスのメカニズムを想定
していない不完全なものであると批判してい
る。そして、本論文は、「契約の束」とは非
常に異なった企業像を提供する2つの重要な
企業学説「取引コスト理論」と「所有権理論」
の統合を提案している。「取引コスト理論」
とは、「ある活動が企業の内部でなされるか、
マーケットにゆだねられるかを分岐するファ
クターは取引のコストのレベルである。取引
コストの低い取引はマーケットに残される。
取引コストの高い取引（例えば雇用関係）は
企業の内部でなされ組織的な構造としてヒエ
ラルキーが利用される。」とするものである。
「所有権理論」とは、「企業の核となるのは非

人的資本であり、それが企業に競争優位性を与え企業に従業員を結びつける接着剤の役目を果たす。」とするものである。本論文は、「所有権理論」は企業内部で取引を行うことがどのようにして特定の人的資本に対する投資によって発生した問題を解決するかを説明することによって「取引コスト理論」を完成させるものである、として2つの理論の統合を図っている。そして、この2つの理論が統合した企業学説は、法的な理論ではないが、会社法の役割と内容に関する理論に経済学的な基礎を与えるものであるとする。

Ⅱ. NLERSによるガバナンスの領域としての企業

Iにおいては、Iで述べたような企業学説において理解される企業におけるガバナンスは本来NLERSによってなされとしている。すなわち、企業内部の事柄は、NLERSによって支配されるのが唯一の選択である、なぜなら、企業の取引は契約を書くのにコストがかかりすぎると企業の内部で行われることになり、企業内部の取引については企業の権力構造がマーケットの指示構造の代わりになるからであるという。そして、企業内部のNLERSによる義務は、マーケット取引における契約上の義務と同じ役割を果たし、機会主義を防ぎ行動の基準となるという。

Ⅲ. 法ではない形で強制されたガバナンスの創造と保護

Ⅳ. デューティー・オブ・ケアとビジネス・ジャッジメント・ルール

Ⅲ、Ⅳにおいては、会社法の役割が検討されている。Ⅲにおいては、会社法が会社内部の事項を定めるものであるとすれば、NLERSとの関係が問題であるとする。そして、まず、制定法によって法人としての会社の性格が形付けられ、取締役会、株主の役割などが定められて1つのヒエラルキーの形で

運営される会社形態が形付けられるとする。例えば、誰が会社を「経営」“run”するのかという問題について、デラウェア州会社法は取締役会によって指名される執行役員であるとするが、これらの事柄についてはNLERSのサンクションが不十分であるかもしれないため法的な規制が必要であるとする。そして、忠実義務は、経営をする株主または支配的な株主の機会主義に対するチェック機能を果たすものであり、ソフトなNLERSのサンクションは自己取引を防ぐことができないから法律が必要であるとしている。Ⅳにおいては、デューティー・オブ・ケアは、過失責任であると考えられるがそうではなく、契約の不十分性の故に企業内の取引とされたことに関するNLERSであり、それゆえにそれがデラウェア州会社法に加えられたのが遅かったとする。また、ビジネス・ジャッジメント・ルールも同様であり、法の不介入のルールとして中央集権的な経営を保持し、少数派の機会主義を防いでNLERSによるガバナンスを保護するものであるとする。以上のような視点からいくつかの判例を分析している。NLERSの限界としては、重大な自己取引については、法によるより強いサンクションが必要であり、また、最終的な局面である場合にはNLERSではなく法が登場するとしている。

Ⅴ. 終わりに：なぜデラウェアの裁判官はそんなに雄弁なのか？

裁判所とNLERSの伝播

結論

Vと結論においては、裁判所は、(競争的な市場と同様に) NLERSを広める役割を果たしているとした上で、企業の核心は、その資産であり、企業とマーケットの境界は、争いが司法的な解決の対象となるのか企業内部において自己強制的なNLERSによるものであるのかを区別する司法権の境界でもあると

している。そして、会社法は、誰が会社を「経営」「run」するかという問題に答えるものであり、NLERSによるガバナンスを容易にするための非常に精巧なメカニズムであるとする。機会主義の可能性が非常に大きい場合には、NLERSのサンクションは不十分であり、法が必要となるが、そのような場合でも会社法はNLERSのガバナンスに大きく頼っているというのである。

コメント

以上の様な内容の本論文について、研究会においては「前半の2つの企業学説の統合は、ヒトの論理とモノの論理の統合か。」「2つの企業学説をこのように統合することができるのか。」「前半の企業学説と後半の判例分析等が接合していないのではないか。」「この場合のNLERSとはそもそも何か。会社法とは州会社法のみをさすのか、連邦証券取引法、証券取引所の規則等を含むのか。」「NLERSが不十分であるから会社法が必要であるというのはどういう意味か。会社法が不十分であるとNLERSが必要となる場合もあるか。」「法はもともと社会規範であったことをいっているにすぎないのか。」等の点が議論された。前半の企業学説の内容の理解とそれを前提とした後半の分析の妥当性、そもそも本論文のいうNLERSとは何か、などの点はより深い検討が必要であろう。今後の課題としたい。

(山本真知子)

3. 信頼 (trust) と統合 (integration)

O.Hart, Norms and the theory of the firm, 149 U.Pa.L.Rev.1701(2002).

1. Ronald H. Coase (1910-) の初期の論文であり、且つその名を不朽のものとした論文“*The Nature of the Firm*”は1937年に著わされた¹。Coaseは、同論文において、当時はまだ殆ど議論されることもなかったとされ

る「そもそも企業は何故存在するのか」という命題にこたえ、「社会の資源配分システムとして中核的な役割を果たすと伝統的に考えられてきた『市場』のほかに、もう一つ、『組織』の役割があることを演繹的に抽出し、その意味を位置づけたところに最大の貢献がある」とされる²。すなわち、そこでは、「企業」とは、市場利用の費用を縮減するために、市場の機能の一部を取り込んだ管理決定機構を内包する組織として位置付けられる³。そして、そこでは必然的に、どこまでを市場に委ね、どこから先を企業内部の取引に取り込むべきか、その境界の決定が問題となる。

Hartは、論文“*Norms and the theory of the firm*”において、諸規範 (Norms) と会社の理論 (the theory of the firm) との関係を検討するにあたっては、こうした「企業の境界」(firm boundaries)をめぐると議論 (すなわち、make or buyの決定をめぐると議論) が、格好の素材である、とする⁴。諸規範のうち、信頼 (trust) と呼ばれる規範は、企業内部、そして企業相互間、双方における合意を維持することを助ける⁵。それでは、この信頼と呼ばれる規範は企業の境界にどのような影響を与えるのか。この論文の主題の一つである。

2. Hartは、1986年以来、こうした企業の組織化をめぐると境界の理論を、所有権理論 (the property rights theory) に基づき、物的資産に関する所有権の最適な配分、という見地から説明すべくアプローチしてきたとする⁶。こうした所有権理論からのアプローチを、具体例を挙げながら、概ね次のように説明する。

異なる主体である1と2が、関係特殊投資 (relation-specific investment) を行い得る経済的協同関係にあるものと仮定する。その両者の間に、事前に利益配分等に関する詳細且つ十分な契約が交わされていない場合 (すなわち、事前の契約の不完備性を前提とする場合) には、その配分等をめぐってホールド

アップ問題 (holdup problem) が発生する虞がある。例えば、1 に会連特殊投資を促すことが適当だと考えられる場合、その資産の内 (人間以外の) 主要なものの所有権を1に配分するのが効率的であるとする。なぜならば、もし、1が2との経済的連携が上手く行かない場合、1は常にその資産を持ち去って、他の誰かと取引するオプションを有することとなるので、2によるホールドアップ問題からある程度は保護されることとなるからである。この場合、2はホールドアップ問題に対して無防備になってしまうので関係特殊投資を最小限にとどめようとする事となる (過小投資問題)。こうした、ホールドアップ問題から生ずる事前の非効率性を緩和すべく、取引に関連する物的資産の所有権を事前に取り引当事者間に適切に割り当てることによって、かかる問題より生ずる過小投資の程度が最低になるように、そのパターンを探るべく所有権理論はモデルを提示する。このことは、また、1と2それぞれの物的資産をいずれかの下に統合するのが効率的であるか、あるいは非統合のままであることが効率的であるか、という問題に帰着するのであり、それぞれの資産を企業として見るならば、このことが企業の境界を決定する理論を導き出すことともなる⁷⁾。

もっとも、Hartは、こうした所有権アプローチは、当事者が利己的でそこには信頼関係が存在しない、静的な、一回限りのシュチュエーションについて主として当てはまるものとする⁸⁾。そこで、逆に規範と信頼とが機能している場合、資産の最適配分あるいは企業の境界がどのような影響を受けるのかを検証することによって、規範と企業の関係について明らかにしようとする。ここでは、BakerとHubbardによるトラック運送業 (trucking) のモデルを用いた最新の論文を手がかりとして、検証を行っている⁹⁾。

3. Hartが用いるトラッキング・モデル (trucking model) について簡単に説明する。

Sは荷送人 (Shipper) であり、Tはトラックによる荷物運送業者 (Trucker) である。Sは、その商品をA地点からB地点まで即日輸送するためにTと契約する。Tが自己所有のトラックで輸送する場合は、TはSとは独立した請負人である。これに対して、Sの提供するトラックで輸送する場合、TはSの被庸者である。SとTとは、front-haul (往路) と呼ばれる、AからBへと商品を発送する契約を締結することができるが、その他の契約を締結することはできない。このモデルには、以下のような条件が付される。

第一に、Sは、Tがback-haul (復路) の輸送業務、すなわち、商品をB地点から別の送り先であるC地点へと第二の発送を行うことを望む場合があり得る。この場合、TがB地点に着いてみないと、第二の発送が可能かどうか明らかにならないので、back-haulの契約については、B地点への到着時まで待たねばならない。

第二に、当事者はトラックについてメンテナンスの契約をすることができない。

第三に、Tは、A地点からB地点へと運転する間、back-haulの顧客を探すことができる。但し、これについては、Tの行う全ての探索活動は平均して非生産的であり、そのリターンは彼らの努力というコストより低い、とするBakerとHubbardの仮定に従う。

最後に、トラックの所有者が、トラックの価値の増大を享受し、あるいは価値の減少の全てを負担する。これはSとTとの間の価値配分の合意の可能性を排除する。

ここで、議論の中心となるのは、SとTいずれがトラックを所有すべきか、という問題である。これを、静的な、一回限りのヴァージョンのモデル (one-shot version of the model) についてみるならば、Tがトラックを所有する場合には、Tはその資産価値を維持するために自らトラックの保守を行うが、同時に、back-haulにおける運送業務を獲得するために (S以外の) 顧客を捜し、スポッ

ト契約を行うであろう。なお、Tによる、このようなback-haulのための顧客の探索・スポット契約の締結に向けた活動を、Hartは、rent-seekingであるとする。これに対して、Sがトラックを所有する場合には、Tは勝手にrent-seekingなどはできなくなるが、トラックのメンテナンスも行わないであろう。この関係においてトラックのメンテナンスがTによるrent-seekingを抑制することよりも重要である、と仮定した場合、静的モデルにおいてはTがトラックを所有する、すなわちSとは独立した契約者であることが最も効率的であることとなる。

Hartは、Tがトラックを所有する場合を「非統合」(nonintegration)と、Sがトラックを所有する場合を「統合」(integration)と呼ぶものとしており¹⁰、そして、企業としての組織化の境界をトラックのメンテナンスとrent-seekingの抑制にあるものとする¹¹。

以上のモデルに、信頼という要素を加味した場合、企業の境界、さらには当事者間の財産所有権の配分にとどのような影響が見られるか、これがここでのHartの問いである。

前にも述べた通り、信頼関係がゼロに近い静的モデルは非統合へと向かう。それでは、信頼関係が増大してゆく場合はどうか。この点、トランザクション・コスト(transaction cost)を考える伝統的な考え方によると、当事者SとTが「市場を用いる」、すなわち非統合へと至るであろうとする。しかし、これを、当事者への資産の最適な配分、すなわち所有権論の立場からアプローチしたらどうか。

Hartは、この場合、以下のような自己執行契約(self-enforcing contract)が当事者間に締結されることがむしろ当然であるとして、次のような新たな条件を付加する。すなわち、SとTのいずれがトラックを所有していても、Tがトラックを常に最良の状態にメンテナンスし、且つ、rent-seekingは行わないことを約束し、その見返りとして、S

はfront-haulの代金に加えて更に報酬を支払う旨約束する。また、トラックの所有権も、事業の継続の過程においてS・T間で移転可能である、との仮定も加える。

Hartは、以上のような前提の下では、信頼関係の増大自体は、統合か非統合かの選択にはっきりとした影響を及ぼすものではない、と結論付ける。なぜなら、信頼関係を維持することの利益は、それを破ることによる短期的利益よりも大きいので、誰もあえて自己執行契約を破ろうとするものはおらず、誰がトラックを所有しようとも、Tがトラックを最良の状態に維持し、rent-seekingを行わないという約束は維持され、従って、少なくとも、トラックのメンテナンスとrent-seekingの抑制という境界を取り込むためだけに、統合を選択するか否かを検討する必要性がなくなってしまうからである¹²。

また、高度の信頼関係のある環境は巨大企業にとって有利であるとする。このことは、トランザクション・コスト・アプローチによると説明しやすい。すなわち、動的モデル(dynamic model)の下、Sがトラックを所有する統合の場合でも、適度な信頼関係さえあれば、SがTに若干のボーナスを約束することで、Tによるトラックのメンテナンスとrent-seekingの抑制は実現される(すなわち、トランザクション・コストは縮減する)。逆に、静的モデルの下、非統合の場合には、トラックを所有するTにrent-seekingをやめさせるためには高額なボーナスを必要とし、このことはSにボーナスを支払う約束を破らせる強いインセンティブを与えることになってしまう(トランザクション・コストは増大する)。従って、非統合形態下では、自己執行契約で効率性を維持することは困難ということになる。そして、このことは他のモデルによっても説明しうるものとする¹³。

4. Hartは、諸々の規範は会社の内部及び会社相互間、両方にとって疑う余地もなくきわめて重要な存在であるにもかかわらず、そ

れら諸々の規範を会社の理論に組み入れることはきわめて困難であり続けてきたし、そして近い将来においてもそのようにあり続けるであろう、とする¹⁴。また、信頼という規範が、会社の境界の決定には大きな影響を与えないとしつつも、他方で、大規模な企業にとっては有利に作用する、すなわち僅かなコストによって企業内で必要とされる自己執行契約を維持することができるものとする。この際、自己執行契約を、信頼関係を前提としない「公式契約」(formal contracts)をもって代替することは不適切であるとする。なぜなら、企業内部の「公式契約」について法的に履行を強制することは現実的ではなく、またそもそも企業内部の部局間で「公式契約」が交わされること自体が想定し難いものとするのである。このことから、裁判所は、企業内部の非公式の契約等については、例えば彼らがその能力と高度の専門知識を有しているとしても無干渉の姿勢を採るべきであるとする¹⁵。そこに高度の自治を認めるべきものとするのであろう。しかし、そもそも所有権理論とは、不完備契約下における関係特殊投資から生ずるホールドアップ問題を解消すべく、人的資産への投資インセンティブを引き出す上で最も望ましい物的資産の事前の最適配分パターンを探ろうとするアプローチである¹⁶。他方で、信頼をはじめとする諸規範は、契約の不完備性そのものを補完する機能を果たす。それゆえ、当事者間における高度の信頼関係の存在は、ホールドアップ問題から生ずる事前の非効率性を予め緩和し得るものであり、所有権アプローチによる解決そのものの必要性が低下してしまうのではなかろうか。その意味では、Hartの提示した「企業の境界」に対する所有権アプローチが、諸規範と会社の理論との関係を検討するためのモデルとして適切であったか、疑問が残る。

これに対して、組織内部の合意について見るならば、人的資産が高度の信頼関係を基礎に組織化されている方が投資インセンティブ

を引き出す上で有利であり、物的資産もそうした人的資産が高度の信頼関係を築き上げている組織へと統合されることが効率的となる。Hartも認めている通り、現代社会では、大企業を維持するために「信頼」という規範が果たしている役割は大きく、その意味では、組織内部における「信頼」が統合を維持しあるいは助け促す側面を否定できないのであり、このことはいずれのモデルによろうとも同様の帰結がもたらされ得るものと思われる。

注

- 1 Ronald H. Coase, *The Firm, the Market, and the Law* 33-55 (1988). 論文“*The Nature of the Firm*”は、4 *Economica* 386 (1937)より、同書に再録されている。なお、邦訳として、宮沢健一＝後藤晃＝藤垣芳文訳『企業・市場・法』(東洋経済新報社、1992年)。
- 2 宮沢他・前掲書註(1)、243頁(「訳者あとがきと略解」より引用)。
- 3 宮沢他・前掲書註(1)、243-4頁。Coase, *Supra* note 1, at 39-40.
- 4 Hart, *Norms and the theory of the firm*, 149 *U.Pa.L.Rev.* 1701, 1707 (2002).
- 5 Hartは、規範(Norm)の意義について、「裁判所や議会といった公的な機関によって公布されたものでも、或いは法的制裁の威嚇によって履行を強制されるものでもなく、しかしながら正式に承認されたもの」とするRichard Posnerの定義を採用している。*Id.*, at 1701.
- 6 *Id.*, at 1707& n.9. See Grossman & Hart, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 94 *J. Pol. Econ.* 691 (1986). 所有権理論は、人間以外の資産の所有者、すなわち物的資産の所有者は、契約が不完備な場合、法に反しない限りにおいてかかる物的資産に関する全ての決定権限を有する、という前提を出発点とする。Hart, *supra* note 4, at 1707. また、Hartは、所有権アプローチを、「物的資産の獲得がいかにして人的資産の支配へと通ずるか」を説明できるものとする。Hart, *Contractual Freedom in Corporate Law: Articles & Comments; An Economist's Perspective on the Theory of the Firm*, 89 *Colum. L. Rev.* 1757, 1771 (1989). なお、不完備契約の理論モデルと所有権理論、企業の境

界の決定をめぐる議論については、柳川範之『契約と組織の経済学』35-48頁（東洋経済新報社、2000年）、伊藤秀史『契約の経済理論』357-384頁（有斐閣、2003年）参照のこと。

- 7 Hart, *supra* note 4, at 1707-8. 伊藤・前掲書註(6), 362-375頁。また、所有権アプローチは、CoaseやWilliamsonのトランザクション・コスト理論とその精神においては極めて近いが、しかし、契約関係における人間以外の有形の資産の役割に焦点を当てている点で異なるものとする。Hart, *supra* note 6, at 1765.
- 8 Hart, *supra* note 4, at 1708. 所有権理論からは、その論理的帰結として、長期にわたる契約関係は必然的に不完全なものとなる、とされる。したがって、そこでは、生産に用いる資産の使用目的を将来にわたって、全てを管理部門が指定しておくことは、決して当事者にとっては経済的に効率的ではないこととなる。Bratton, *Does Corporate Law Protect the Interests of Shareholders and Other Stakeholders?: Enron and the Dark Side of Shareholder Value*, 76 Tul. L. Rev. 1275, 1294.
- 9 Baker & Hubbard, *Contractibility and Asset Ownership: On-Board Computers and Governance in U.S. Trucking* (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 7634, 2000).
- 10 Hart, *Supra* note 4, at 1710.
- 11 *Id.*, at 1713.
- 12 *Id.*, at 1711-12.
- 13 *Id.*
- 14 *Id.*, at 1701, 1714.
- 15 *Id.*, at 1713-14.
- 16 柳川・前掲書註(6), 39頁。

【参考文献】飯山昌弘『「法と経済学」の諸相』（世界書院、1997年）。三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之『会社法の経済学』（東京大学出版会、1998年）。

（長谷川新）

4. 「企業における公正性、特性、効率性」

Robert Cooter, Melvin A. Eisenberg : FAIRNESS, CHARACTER, AND EFFICIENCY IN FIRMS, 149 U. Pa. L. Rev. 1717 (2001).

どのような力が個人と企業の行為を形成するのか。伝統的に、法学者は法的なルールが人々に与える指示の明示的な内容に焦点を当て、ここ25年間は、法と経済学の学者が、明確な指示から法的ルールによって形成される黙示的な動機へと焦点を移し、直近10年間は、法律家と法と経済学の学者が、法的ルールと非法的な規範の間の相互作用に注意を向けた。ここ最近では、一般的な社会、商業的共同体、民族グループ若しくは会社共同体といった大きな社会的グループの規範（一般的社会規範）が議論されている。

この論文では、企業特有の公正規範について言及し、①企業特有の規範は、効率性を推進する ②企業特有の規範は、評判の効果によって支えられ、また企業の代理人が規範を内部化した時に、最もよく効率性を推進するという二つの命題を提起し、良い代理人の特性の概念を論ずる。

I. 定義の問題

私的ルールは高度に限定的で、公表・修正・廃止され、文化的価値は高度に一般的で、人々の生き方に浸透する。規範はその間で、実践により進化する。我々は、規範を、私的ルールや文化的な価値ではなく、社会的な標準と秩序であると定義し、この論文では、企業特有の公正規範、すなわち代理人に公正な行為を求める企業の規範を取り扱う。

II. 企業特有の公正規範と効率性

人は他者との協力によって価値を創造し、価値は分配される。分配争いは、協力を阻害し、資源を浪費するが、公正性規範があれば、分配争いは減る。以下は、企業特有の規範が代理人間の協力を促し、企業の効率性を進めた例である。

A. 忠実性：代理人の契約的義務の勤勉かつ誠実な実行や、忠実的功績は、企業を効率化する。他の方法に、法的制裁や保証契約・モニタリングがあるが、義務違反の発

見が難しく、コスト高で、効果は限られる。より効果的かつ信頼性があるのは、企業特有の公正規範の発展で、より低コストかつ中心的な役割を果たせる。

- B. 契約を超える功績：契約を超えて長時間努力を尽くすよう部下を誘導すれば、明らかに効率は上がる。これには、昇給や昇進といった契約を超える期待や、その期待は裏切られないという合理的確証が必要だ。情報が完全かつ取引コストがない世界なら公正で完全な契約は可能だが、実際には、条件の特定・順守や立証が困難。企業特有の公正規範は、この不完全性を補完する。
- C. 良い指導：殆どの企業では、大きな責任を引き受けるよう部下への訓練が求められる。これには、時間やトラブル、技術や企業機密の共有が必要なので、コストは高い。上司がこのようなコストを引き受けるには、部下への報償や、部下に守秘を期待できる公正規範の制度が必要。

Ⅲ. 評判と良い代理人の特性

なぜ人々は企業固有の公正規範をうやまい、信奉するのか？ そこには評判の影響と良い代理人の特性という二つのメカニズムがあり、代理人には確信が提供される。

- A. 評判の影響：代理人は、評判が自身の利益になると信じ、企業特有の公正規範に信頼を抱く。例えば、上司が、発言の真実性、互惠性や企業への信頼といった評判を発展させれば、部下から契約を超えた功績をもっと引きだせる。上司は、評判を得るよう行動し、企業固有の公正規範を内部化している。評判は重要だが不完全である。失敗した場合、第三者への説明が困難であり、関係終了時には、将来的な見返りが期待できないので、場合によっては両天秤にかかる。
- B. 良い代理人の特性：規範は、人々に効用とは関係なく行動を選択させる（人々が窃盗をしないのは、盗品の価値・逮捕可能

性・法厳格性等の検討結果ではない）。狭義の自己利益（富、力、喜び、名声等）はしばしばモラルと衝突するが、広義の自己利益（真実、誠実、寛大等のモラルの価値）はモラルと衝突しない。我々は、一般における法や、企業を治める特別の法の理解は、広義の自己を求めていると考える。行為者は、常に自己利益に基づき、有罪となるコストがあるから規範に従うとか、評判だけの為に規範的な標準に従い、規範は内部化していない、との指摘もあるが、実際に人々は、期待以上に持続的に協力し、狭義の自己利益を犠牲にする。以上は一般的な特性の議論だが、我々の関心は、企業の代理人の特性にある。これには違いがあり、非合法ビジネスに特化したマフィアの代理人の特性はその例だ。他人の信頼を利用して評判を失っても、それ以上の利益が得られる場合や、黙示的な契約違反が発覚しない場合、評判は信奉や公正性を確保できない。しかし、良い特性を持つ人は機械的でなく慎重に選択し、良い代理人の特性は一般的に評判の限界に打ち勝つ。

Ⅳ. 如何に企業は良い代理人の特性を保証するか

如何に企業は良い代理人の特性を保証できるか？ 最も重要なメカニズムは、選択、淘汰、教育および社会化である。採用・昇進の決定の際には、良い代理人の特質を斟酌し、選択・淘汰がある。企業が代理人に企業の規範を伝達するコンプライアンス・プログラムを計画する時点で、教育がある。非公式な相互作用が代理人の間の企業規範を伝達する時点で社会化が起きる。評判同様、良い代理人の特性は、不完全であるが。良い特性を獲得する手段は、企業というより、良い特性をもった個人がこれを持ち込んでいるが、もし企業が良い代理人の特性を報いるなら、良い代理人となるインセンティブになる。

V. 価値の源泉

企業の代理人は、良い代理人の特性の獲得により、自分の機会を拡張できる。また、より高い洞察力は、選択、淘汰、教育および社会化をより効果的にできるので、これを発展させる。ベンチャーのパートナーを見つける場合、良い特性を持つ代理人や、洞察力のある代理人は、競争的優位性を享受でき、企業には両方必要である。選好が機会に影響するとした場合、合理的な人間は如何に自分の選好を選択するか？一般的により高い欲求の選好は、より低い欲求の選好を変えられるが、普通の人々はより高い欲求の選好が曖昧である（喜びより富？ 名声より幸福？ 地位より高潔？）。幸いにも、人々は合理的であり、より良い特性がより多くの機会を招くということを認めることで、特性を進化する原動力が生まれる。企業は人々を変えるのではなく、変わるインセンティブを与えている。

結論

日和見主義の行動は価値を再分配し寄生的であるが、企業特有の公正規範を内部化した代理人の協調的な行動は、価値を創造して利益に貢献する。どの企業も、企業の中にある効果的な公正規範から利益を得ている。しかし、反復取引がないといった市場の特徴によっては、不誠実な売り手に有利なところで均衡することがある。また、良い特性については、企業と市場の間に差異があり、人々は市場に対する忠実性は発展させない（GMの従業員は、自動車産業より自分の会社に忠実）。企業は部分的存在なのだ。

コメント

本論文は、企業特有の規範が、どのような仕組みで如何に効率性を推進するか、何故人々（代理人）は企業特有の規範に従うのか、を平易に分析・理論付けたもの。日本に当てはめれば、かつて成功を納めた終身雇用や系列・長期継続取引が、該当するだろう。なぜ

この規範はバブルを生んだ放漫経営や不祥事多発を抑制できなかったのか？ 放漫経営や不祥事の原因は、経営者（社長）支配によるところが大きく、この歯止めとはならなかったのだろう。企業内部に構造的な欠陥がある場合、この企業特有の規範は機能しない、と言えそうである。（満井美江）

5. 「信頼、信頼相当性、および会社法における行動原理」

Margaret M. Blair, and Lynn A. Stout, Trust Trustworthiness, and the Behavioral Foundations of Corporate Law, 149 U. Pa. L. Rev. 1735 (2001).

本論文は、行動経済学における「社会的ジレンマ」の長年にわたる実験結果を基に、人が信頼行動をとるメカニズム、すなわち信頼行動は、単に法的制裁や報酬などの外的インセンティブのみによって生ずるものではなく、「内面化された信頼」による場合もあることを示し、それが会社参加者の機会主義的行動を排除することを明らかにしている。そしてその実験結果を会社法の文脈に当てはめて、信頼関係、経営判断原則、および閉鎖会社の経営について、一定の示唆を提供している。また筆者は、人を純粹に利己的な経済合理人と想定してレトリックを構築する契約主義者の立場を一貫して批判する非契約主義者の立場から論じている。

第一章と二章では、「社会的ジレンマ」の実験（たとえば実験参加者に、実験者が一定のお金を与えて、ある参加者が幾らかを実験者に提供した場合には、実験者はそれを2倍にして参加者「全員」に返還すると約束する。この場合、個人的には「協力しない（まったくお金を提供しない）」ことが最適の戦略になるが、かりに全員が協力した場合には、集団全体では最高の結果が得られることになる。しかし、個人は集団のために協力的行動をな

かなか取れないジレンマの問題を扱ったもの)において、個人が協力行動をとる場合には幾つかの条件があり、それは外的インセンティブがなくとも、他者の行動の予見、実験者からの指示、個人が集団的アイデンティティをもった場合にあらわれ、社会的状況により左右されるものであり、同じ人間であっても、利己的な行動をとっていた者が、社会的条件が整うと他者志向性の性質を有する行動をとるようになるため、そのように誘導する社会的状況の整備が重要であると結論づける。

第三章では、上記の成果を会社法の3つの問題にあてはめ、契約主義者が法的義務と市場圧力でのみ、機会主義的行動を制約できると考えていることを批判する。

第一に、「信認関係」の本質は信認委託者の「排他的利益」のために信認義務者が信認行動をとることにあるが、純粹に「利己的」な合理的経済人を想定したエージェンシー理論では、信認関係の基礎とは相容れない。第二に、経営判断原則については、その訴訟において経営者の行為基準にはネグリジェンスを、裁判官の評価基準には「重過失」を用いているため、原告が勝訴することが少ないが、これはむしろ「次善の策」として評価される。なぜなら、実験検証の示唆によれば、あまりに容易に原告が勝訴するようになれば、むしろ他者の行動予見から、違法行為を犯す方が一般的との認識が、訴訟による抑止力より高まってしまう機会主義的行動が増えるおそれがある。しかし、他方、経営者の行為基準として厳格なネグリジェンスを裁判官が採用し続けることで、企業社会の社会状況を変えるシグナルを送ることができるからである。第三の閉鎖会社の場合には、仲間同士の機会主義的行動は、法律、市場のインセンティブでは解決しないが、それ以外の抑止方法として、詳細な契約により相互に拘束するよりも、実験結果として示唆される、信頼行動をとる者は、信頼行動を行う者を選任するという「自

己投票」のメカニズムにより信頼関係が働く基盤を整備することが重要である。

研究会において以下のような議論があった。

- ①「社会的ジレンマ」の実験結果を、現実の企業社会に当てはめる場合の「誤差」について、とりわけ、米国と日本の歴史的・社会的背景が異なるところで、同様の議論が可能であるのか疑問がある。たとえば、裁判官の発言は、たとえ具体的法執行に結びつかなくとも、社会的状況を変える影響力があるというが、それは日本にもそのまま当てはまるのか。
- ②契約主義と非契約主義の論点を鮮明にするために、あまりに極端な契約主義の立場を例にとっているのではないか。現在の経済学者の立場からは、前半については、特に異論はないとのコメントもあった。
- ③経営判断原則の訴訟状況を評価しないまま現状を是とした上で、その理由を実験結果からこじつけている印象がある。(たとえば、訴訟が多くなれば、抑止力よりも違法行為への許容性が蔓延するなどの点は疑問)
- ④市場や法的制裁が機能するのは、社会状況が「透明」である場合とされ、他方、信認関係は透明でなくとも機能する点を強調しているが、信認関係が「透明」な状況で法的なルール of 要請にまで高まるのはどこからか、その境界性はどこにあるのか(とくに信認関係の現われとしての忠実義務は、デファクト・ルールではなく、法的強制のルールであるとした点を指摘して)が疑問。
- ⑤たとえ、法、市場、報酬などの外的なインセンティブがない場面でも、社会状況に応じて人は信認行動をとる場合があり、その部分の考察を今まで見過ごしてきたという著者の主張であるが、その社会状況をどのようにしたら形成できるのかについては、3つの例だけでは良くわからないという意見もあった。但し少なくとも、実験結果に

よれば他者の行動の予見，集团的アイデンティティの獲得，および権威者からの指示があった場合などの条件が示されているので，たとえば内部統制の統制環境の整備や社訓などの再評価により，社会的状況を変化させる社会規範の形成に活用することできるのではないかという意見もあった。

(柿崎環)

6. 不名誉と会社法

David A. Skeel, Jr.³, Shaming in Corporate Law, 149 U. Pa. L. Rev. 1811 (2001).

序章

不名誉という制裁には様々なものがあるが⁴，共通しているのは，違反者の属する社会を構成する市民から道徳的な拒否反応(moral disapproval)を引き出すことを目的としている点である。会社の文脈で不名誉という制裁を扱った先行業績はあるが，本論文は次の二点を扱おうとするものである。すなわち，第一に，規範執行者(enforcer)，違反者および規範を執行する社会の役割と限界について扱うことにより，会社に関わる場合の不名誉の構造を解明しようとするものである。そして，第二に，不名誉に関する調査対象を広げて，裁判所だけでなく，むしろ私的な規範執行者(private enforcers)の行動にも焦点を当てる。

第一章 不名誉についての近時の議論

一般に「不名誉」とは，「市民が公にかつ自ら意識して，ある違反者の悪い性格(dispositions)または行為に注意を払うプロセスであり，そうした性格を持っていること，あるいはそうした行為に関わることにについてその者を処罰する方法の一つ」である。

A節 不名誉についての学説

不名誉という制裁には，メリット・デメリットの双方が指摘されているが，一般的に

は，これに対する批判は，不名誉という制裁を完全に否定できるほど説得力のあるものではない。

B節 不名誉と規範との関係についての研究ノート

第二章 会社に関わる場合の不名誉(Corporate Shaming)についての理論概観

A節 規範執行者：裁判所および株主アクティビスト

執行者でまず思い浮かぶのは裁判所であるが，不名誉は訴訟手続に限定されないため，CalPERSのような著名な株主もこれに入ってくる。裁判による執行者についても，また私的な執行者についても，執行者が有する情報とインセンティブまたは動機に着目する必要があるだろう。また，会社に関わる場合には，コストがきわめて重要な変動要因である。

B節 構成員または執行を行う社会(Audience or Enforcement Community)

構成員の情報の制約と動機について検討する必要がある。構成員は，通常，執行者または違反者よりも少ない情報しかもっていないので，われわれが構成員を信頼できるかどうかは，これら二つの要因の相互作用によって判断することが非常に多くなろう。望ましくないインセンティブに関して重要なのは，当該社会がその執行行為の効果を内部化または外部化するかどうか，またそうするとして，どの程度するのかということである。不名誉のコスト・ベネフィットが当該社会に帰属する場合には，不適切な不名誉を与える蓋然性は低くなろう。

C節 標的となる者：違反した会社および個人

会社に関する違反者には，会社，個人のいずれかまたは双方がある。

1 会社に不名誉を与える

厳格責任(strict liability)でも義務に応じた責任(duty-based regime)でも，経営者は不適切なインセンティブを持つ。そこで，

まず過失とは無関係に、すべての会社にかかる違反者に標準的なペナルティ（a standard penalty）を課し、その上で、企業が自らを適切に律することができなかった場合にのみ、不名誉を含む第二の追加的な制裁を加えるという複合責任の枠組み（composite liability regime）が提案されている。

2 経営者個人に不名誉を与える

経営者はリスクを分散できないので、リスク回避的になる。企業は保険や補償によって打ち消してきたが、不名誉という制裁は、こうした戦略を難しくする。保険は不名誉をカバーしないからである。また、評判を確立する必要のない経営者ほど、不名誉を与えることによる反応が鈍くなる。

D節 小括

第三章 実践編：3つのケーススタディ

A節 不名誉リスト（Rosters of Shame）：

CalPERSと経済プレス

1 CalPERSの業績不振会社“注目リスト（Focus List）”

2 金融プレスによる不名誉告発：FortuneとBusiness Week

B節 名指し（naming）と不名誉：Searsとの闘争とその後

C節 違法な紹介（referrals）とその他の罪：Caremark事件

D節 公表（publicity）または開示から不名誉へ：まとめ

不名誉と公表または開示には密接な関係がある。

第四章 結論と示唆

A節 株主アクティビストおよびその他の私的執行者

私的な執行者が行う不名誉という制裁の執行については、かなり普及している（CalPERS, MonksとMinow）。もう一つ明らかになったことは、会社に関わる場合の不名誉においてメディアが果たす役割の重要性

である。不名誉という制裁を執行するには、非常にコストがかかるが、メディアに載れば、ただで済む。コストを引き下げ方法には、不名誉という制裁を加える行動に直接助成することもあげられる。こうしたいわば「大口（wholesale）」に対して、「小口（retail）」も大切であるが、ここでは無差別に不名誉という制裁を加えることが問題となる。

B節 裁判所または政府といった執行者による不名誉の賦課

1 不名誉という制裁の役割の拡大

会社の刑事責任については、第一に固定的な厳格責任の要素を入れ、第二段階で従業員の監視を適切に行わなかった企業により重い刑罰を課し、この段階で不名誉という制裁を課すべきである。ただ、裁判所がこれを用いる場合の懸念は、その一貫性にあり、この点、不名誉という制裁のオプションを標準化する必要がある。

すでに不正行為が広く知れ渡っている場合や知名度の低い企業の場合には、この制裁はさほど有効ではないであろう。また、この制裁を使いまわしにすることで、その効果が減殺され、抑止効果としての役割を果たさなくなってしまうおそれがあるため、重大な不正行為に限定して用いることが大切である。

2 契約による個人違反者の責任制限

企業の責任は資産価値の範囲に制限されるため、企業価値を超える責任の効果を内部化することはない。個人責任は、違反のコストを完全に内部化するための重要な手段なのである。したがって、個人の違反者の責任をなくすことは、責任一般についても、また不名誉の文脈においても、裁判官が不名誉に訴える可能性を制限することになってしまうのであり、企業が契約によって責任を制限しないようにすることのほうが有益なのである。

結論

会社法上の不名誉という制裁は長所ばかりではないが、重要な役割を果たす場合もある。

コメント

本論文は、不名誉という制裁が様々な場面で有する意義と限界について分析したものであるが、こうした議論は、当然のことながら、アメリカの法状況を前提に展開されているものである。日本の法状況の下で、こうした議論が直ちに当てはまるとは考えにくい。

本論文では、「違反者」を会社と会社に関わる個人とに分けて分析しているが、たとえば、会社に対する考え方の違いがあれば、それが制裁の効果に異なった影響を与えることは十分考えられる。また、「規範執行者」について言えば、アメリカの裁判システムでは陪審制がとられているため、一般市民に対する情報の浸透力が裁判においてモノを言うことがあるかもしれないが、現在の日本ではそのようなことはないし、またアメリカの裁判所は裁判所侮辱罪などによってその権威が保護されているが、日本にはそうした制度はない。また、私的な規範執行者としてのCalPERSのような株主アクティビズムは、わが国では受託者責任が認識され始めたばかりであって、ようやく実践されるようになった段階に過ぎず、たとえば、企業年金基金連合会がCalPERSに匹敵しうような役割を果たしているとも思えない。「社会ないしその構成員」についても、たとえば、「株主」が構成員として現れる場合に、日本では法人株主ないし持ち合いを行っている株主が、違反行為を犯した会社ないし個人に対して、その他の一般株主と同様に、道徳的な拒否反応を示すかと言えば、必ずしもそうは言えないであろう。構成員の動機に関わる問題である。また、構成員の投資判断によって形成されている証券市場の効率性にしても、投資家教育がようやく緒に付き始めたわが国と、アメリカの証券市場の効率性とでは、大きく異なるであろうし、その結果として経営者が市場から受けるプレッシャーもアメリカでは非常に強いものがあろうし、取締役会に対して要請される監督機能の実効性も相当に異なるであ

ろう。アメリカでは、刑事責任を問われるような行為を犯した証券会社は生き残ることができないと言われているが⁵、日本では必ずしもそうではないといった点も指摘できよう。

また、不名誉による制裁を課す場合に重要な役割を果たすのはメディアであるが、金融や経済に関するメディアの存在感や記者の洞察のレベルには、日米で差があるといった話しも聞くことがある。本論文でも指摘されているように、不名誉による制裁を課す場合には、この点がきわめて重要であり、強力なメディアの存在なくして実効性を確保することは期待しがたい。

さらに、一般論としても、本論文でも指摘されているように、不名誉という制裁の機能領域をきちんと確定し、それに応じた規制にしなければ、非効率や不公正が横行しう点には注意を要するし、不名誉による制裁は、別の法規制や政府ないし規制機関の裏づけがある場合とない場合とでは、その制裁の効果が大幅に異なりうる点にも注意が必要であろう。

いずれにしても、仮にこうした議論を日本の法状況の下で展開する場合には、不名誉による制裁が有効に機能するための前提条件について、慎重な検討が必要であろう。

(若林泰伸)

7. コーポレート・ガバナンスに対する規範の限定的重要性

Marcel Kahan, The Limited Significance of Norms for Corporate Governance, 149U. Pa. L. Rev. 1869 (2001).

一. はじめに

私は会社法に対する規範の関連性につき懐疑的である。規範概念は論者によって異なり概念としての明確性を有しない。規範概念を明確に定義したとしても、その定義を広くした場合、多くの諸現象が含まれることとなり

事象分析のための有益な手段とはならない。また規範概念を狭く定義した場合、規範は今日の米国公開会社における株主と経営者の関係の説明にとって限定的な重要性しか有さず、伝統的な経済的手法を用いる方がより良く分析を行うことができる。以下では規範概念を狭く定義した場合に限定して議論を進める。

二. 規範の定義

法と規範の命題の下で論じられるルールには、内面化されたことを理由に遵守されるもの、および法によらない外部からの制裁を理由に遵守されるものがある。これらのルールには相手方からの制裁により執行されるもの、および第三者からの制裁により執行されるものが含まれる。また、自己保護のためにルール執行が動機付けられるもの、およびルール違反者処罰のためにルール執行が意図されるものが含まれる。相手方および第三者による自己保護のためになされるルール執行は経済的性格を有しており、伝統的な経済的手法によって分析することができることから、私は規範を「法による命令以外のもので規則的に遵守され第三者による懲罰的な行動により執行される行為規範、およびこのような行為規範に相当する内面化された行為規範」と定義する。このような規範の定義には経済的性格または法的性格を有しない動機付け制度のほぼ全てが含まれることになる。

三. 法

会社形態は3つの主要な法律関係を創設する。第一に、取締役に対し第三者との関係で会社財産に関する権限を付与する。第二に、株主に対し、附属定款・定款変更に対する承認、合併承認等のガバナンスに関する権限を付与すると共に、取締役を交代させる権限を付与する。第三に、取締役に対する権限を株主に付与し、信任義務および制定法上の義務を取締役に対し課す。権限創設は会社形態の決定的な特徴であり、法が権限を付与する場

合、法はその行使態様について規定しない。このことは、権限の行使または不行使に関して、権限を創設した法とその行使を決定する他の何かが相互作用していることを意味する。この“他の何か”が規範として有益に分類できるかどうかが第一の問題である。また、3つの主要な法律関係は全て中央集権化された経営の規制に関係する。このような図式において規範は重要な役割を演じることができるかどうかは第二の問題である。

四. 動機付け、規範、法

公開会社においては所有と経営の分離の結果、エージェンシー問題が引き起こされる。そこで経営者が株主利益のために会社経営を行うよう動機付け制度を創設することがコーポレート・ガバナンスの主要問題である。私は動機付け制度を6つに分類する。最初の3分類は報酬関連の動機付け制度、職務保持関連の動機付け制度、責任関連の動機付け制度であり、これらは会社法に内在する制度である。残りの3分類は将来の雇用関連の動機付け制度、社会的地位関連の動機付け制度、内面化された動機付け制度であり、これらは会社法の外部に存在する。これらの制度と“他の何か”は相互に影響し合っている。そこでこの“他の何か”が規範であるかどうか分析する。なお、責任関連の動機付け制度は会社法により創設された諸権限から直接派生したものであるから検討の対象としない。また、将来の雇用関連の動機付け制度は主として第三者が自らを保護するためにルールを執行することにより行われるものであるから規範を構成しない。

(1) 報酬関連の動機付け制度

米国における役員報酬に関する慣行を“規範”で説明できるかどうか考察する際の視点は、規範が取締役会による報酬制度の規定方法に影響を及ぼすかどうかである。役員報酬規定の大部分は社外取締役の権限領域に属するが、社外取締役の多くは会社財産または取

締役会構成員としての身分確保に対し重大な経済的利害関係を有さず、さらに役員報酬の領域は社外取締役に対し信任義務による制限をほとんど課していない。そこで規範が社外取締役の役員報酬制度設計に対し影響を及ぼすかが問題となる。

米国公開会社の報酬制度は多くの特徴を有するが、その特徴を二点に限定する。その二点とは報酬水準が全体的に高い点およびストック・オプションが一般的に使用される点である。この二点は経済的に重要であり、他の先進諸国では見られない現象である。

米国における役員報酬が他国のそれよりも高い理由として、有能な執行役員獲得競争の結果であるとの説明、最高経営責任者の取締役会に対する影響力によるとの説明、株価連動型報酬の普及および大幅な株価上昇が原因であるとの説明等がなされてきた。ストック・オプションが普及している理由についても様々な説明がなされており、業績連動型報酬でない場合100万ドル超の執行役員報酬に対して控除が認められないことが原因であるとの説明、会計上費用として認識されないことが原因であるとの説明、経営者が過度の報酬を得ている事実を隠す手段であるとの説明等がなされてきた。

高額な報酬およびストック・オプションが有能な役員を惹きつけ、動機付けを与える装置であり、税法または会計規則への対応手段である程度において、経済的性格が高い報酬水準およびストック・オプションの使用を説明する。しかしながら、最高経営責任者による取締役会支配がこれらの原因であるとの説明もなされることから、規範が最高経営責任者による取締役会支配に寄与しているかどうかさらなる分析が必要である。

最高経営責任者による取締役会支配を可能とする主たる要素は所有と経営の分離による株式所有の分散である。さらに、最高経営責任者は取締役会支配に対し強い経済的動機を有しており、その動機は社外取締役が取締役

会支配に対抗するための動機よりも強力である。また委任状機構への排他的な接近および会社財産による取締役会構成員選任費用の支払いを認めている法的な規制構造が最高経営責任者による取締役会支配に寄与している。

一方で、BebchukとWalkerは、相互関係規範、権限規範、および類似性規範が社外取締役の役員報酬に対する綿密な調査を阻害している、と主張した。しかし、たとえそのような規範が社外取締役間で共有されているとしても、その重要性は限られたものである。第一に、それらの規範それ自体により高額の報酬が発生しているわけではない。第二に、これらの規範に同意する者を取締役として選任するという社外取締役の選任過程がこれらの規範を遵守させるのである。さらにBebchukとWalkerは、“憤りによる制限”が最高経営責任者の報酬を制限すると主張する。すなわち社外取締役は自分達を当惑させ自分達の評判を傷付ける報酬計画を承認しながら、との主張である。しかしながら、たとえこの憤りによる制限に関してでさえも、国際間で比較すると米国においてはより弱いように思われる。以上より、規範が役員報酬に対し何らかの影響力を有しているとの議論がなされるが、この領域においてでさえも経済的・法的諸要因が優位を占めている。

(2) 職務保持関連の動機付け制度

取締役交代の株主総会決議に関する規範の重要性は取るに足らない。なぜならば、株主の権限に関する法的規制は経営者に対する広範な経営権限の委譲に比べてずっと詳細に定められているからである。また、これらの法的制限の範囲内においても株主、敵対的買収者、および現職の取締役の行動を決定するのは経済的諸要因である。例えば、敵対的買収者は多大な費用負担を強いられることから、委任状争奪戦による支配の移転はめったに起こらない。一方、CooterとEisenbergは、1970年代半ば以前においてブルーチップ企業が敵対的公開買い付けを行うことに失敗し

た原因は規範にあると示唆したが、このことは規範が今日において重要であるということを示していない。また規範が今日において敵対的公開買い付けを制限または誘引しているということも彼らは論じていない。

(3) 社会的地位関連の動機付け制度

社会的名声に対する願望は経営者の質向上に貢献しない。最も重要な点は、多くの異なった行動類型から社会的名声が経営者に対して生じうるという点である。経営者にとって自らの社会的地位を高める方法が多く存在するという事は、社会的地位が有する動機付けの力が弱められることを意味する。よって、社会的地位に関連する動機付けは経営者の成果全体の質に影響を与えている重要な要素ではありそうにない。

(4) 内面化された動機付け制度

“米国の最高経営責任者は怠け者というよりはむしろ仕事中毒である可能性が高い”ことから経営者に対し動機付けを付与する必要はない、との主張が Bebchuk と Walker によりなされた。この主張は米国の役員は金銭的利益を得るためだけではなく、仕事に従事することを楽しんでいる、少なくとも嫌いでないという点で正しいと仮定する。このような仮定からは、どうして経営者はこのような好みを有するのかとの問題点が浮かび上がる。このような問題に対しては、経営者であることがその者を一生懸命働くという規範に同意させる、または経営者の選任過程はそのような規範に同意している者を経営者に選任するとの説明がなされる。しかしながら因果関係の鎖は別方向へ走る。すなわち、一生懸命働くことがその者を経営者にするのである。一生懸命働くという経営者に関する特別な規範は存在しない。また、たとえ二番目の説明が正しいとしても、主たる要素は、熱心に働く者を雇いそして昇進させる非規範的な経営者選任過程である。

五. 結論

規範は小規模で社会的に結合している集団の内部関係を規律する際には最も重要であり、規範遵守の可能性は動機付け制度が存在しないときに最も強力になる、と多くの規範学者は主張するが、このような観点からも、現代米国の公開会社は規範によるガバナンスには向いていない。経営者、社外取締役、株主は小規模且つ社会的に結合している集団の構成員ではなく、経営者および株主は会社経営に関して重大な経済的利害関係を有している。昔は、これらの集団はより小さく結合しており、ストック・オプションなど存在せず、敵対的買収も稀であった。そして紳士がアメリカ企業を支配し、互いに会社の騎士道に関するルールを執行していたのであろう。しかし、そのような集団は米国の公開会社から姿を消してしまい、そして高度な動力を備えた動機付け制度が定着しているのである。

【コメント】

Kahan 教授による規範概念の多様性・曖昧性に対する批判は確かに的を得たものである。しかし、NLERS 等の定義を用いることにより規範概念を少しでも統一化・明確化しようとの試みもなされている。また教授も強調されているように、本論文の議論の範囲が現代米国公開会社における株主と経営者の関係に限定されている点に注意しなければならない。教授は報酬関連の動機付け制度の検討に重点を置いているが、この部分は米国における報酬制度の実態を知る上でも大変有益である。教授は4つの場面について自らの結論を示すと共に、他の論者の規範による説明に対して批判を加えており、それらの批判には説得力がある。しかしその一方で、本論文中では実際に経済的手法を用いた説明は行われていない。この点で、kahan 教授の主張は必ずしも完全とは言えない。そこで経済的手法を用いた場合どのような説明がなされるのか、さらなる研究が期待される。(清水真人)

8. 「株式選択権の謎と報酬に関する規範」

Saul LEVMORE, *Puzzling Stock Options and Compensation Norms*, 149 U. Pa. L. Rev. 1901.

【問題の所在】株式選択権報酬の実務はエージェンシー・コストを軽減し、経営者が株主の利益をはかることを動機づけるため推奨されてきた。年末一時金は会社の業績と個人の成果とを反映して査定されるが、オプションでも、権利行使価格と権利行使期間との設定次第で、同様の効用を与える。ただ株価下落時には報奨効果がなくなるので、その効果を維持するため選択権に追加交付条項を付したまたは権利行使価格が自動的に改訂される「指数連動型」と呼ばれる類型がある。ところが、この報奨効果の強い報酬は、実務ではあまり好まれていない。本稿は、それが何故なのかを解明しようと試みる。

*追加交付の実務は、非従業員投資家を欺き経営者が収益を搾取する手段として非難されている。選択権報酬を受ける側は、株価上昇において確実に利益を得るが、下落した場合には会社の費用で危険負担を免除されるからである。せいぜい業種平均の株価変動率の限度内で付与すべきであるといわれる所以である (Holmstrom, 10 Bell J. Econ. 74, 82-83 (1979).)。レヴモアは、これに対して、追加交付が強いられる蓋然性もまた定量化し得る現象であって、追加交付分の価値は認識可能であり、これを差引いた報酬を設定することができるとする。

【会計基準や税法では説明できない】Miller, J. Applied Corp. Fin., Summer 1994, at 88.は、確定型選好の理由を会計基準に関連付けて説くが、レヴモアはこれを採用しない (p.

1909-)。会計基準によれば、会社は、対象株式数・権利行使価格が知れたる日に差益を費用として報告しなければならない。確定型を用いて権利行使価格を付与時時価未満ならば、その後の権利行使時に差益があっても、費用は0とされる (ただし、1995年以降は時価を考慮し選択権が収益に与え得た影響を注記しなければならない)。連動型では権利行使時に行使価格と差益が同時に確定するので、これを費用として計上することになる。これが指数連動型が不人気な理由である。しかしレヴモアは、完全な情報提供を受けた合理的な投資家なら、会社が従業員に権利行使価格で自己株式を売却することで負担する莫大な費用に気づくであろう、と批判する。

税制も確定型選択権選好の要因であるといわれているが、レヴモアはこれも否定する (p. 1911-)。内国歳入法典第422条は、報償選択権を従業員が売却した場合に、売却益の発生のみを認識する扱いを定める。引受株式の10万ドル相当部分を上限とし、権利行使価格は付与時市価を超えないこと、選択権保有期間は付与から2年以内、権利行使始期より1年以内とする場合に限られる。雇主は、控除を受けることはできない。しかし、この扱いは、場合によっては、課税対策としてはあまり利益にならない結果をもたらすものであり、確定型が好まれ連動型が忌避されることの説明にはならない (Johnson, 85 Tax Notes 351 (1999).)。新規事業の会社は税法上の不利益を無視してでも、それを補って余りある株式売却益を従業員に得させることに動機づけられている。

【連動型は雇主にとって高コストである】従業員は、選択権が危険で多様性に乏しいポートフォリオの保有を強いるため、賃金による場合より割高の選択権を要求する (p. 1915-)。会社は報奨効果を得られるが、却って費用も増大する。下層従業員は、自分が影響力を及ぼし得ない指標である株価に影響される選択

権よりも、自らの努力が直接反映する一時金を選択する。

指数連動型の場合、従業員の危険（雇主の費用）は、株式のボラティリティやbeta（対市場感応度）に依る（p. 1919-）。ここで従業員側の負担する危険とは、市場の危険ではなく会社に特有の危険（成果がベンチマークを下回るなど）である。市場の危険は、従業員個人では逃れられない。反対に会社に特有の危険であれば、従業員は、自らの会社を見捨てて他社の選択権を購入することもでき、自らの判断で危険を分散化できる（報奨効果も減殺される）。しかし、この危険減殺手段は、従業員の資産の制約を考慮すれば一般には容易なこととはいえない。さらに会社はこのような危険分散を妨害するような約定を強いることもある。従業員の危険が増加するほど、報奨効果は強力になる。

このような危険を代償とする以上は、従業員はなお一層高い費用を雇主側に要求する結果となるのである。

【連動型が惹き起こす倫理破綻】指数連動型の最も深刻な影響として、倫理破綻がある（p. 1922-）。指数連動型は、経営者を、会社にとってより危険な行為、過剰な差異化、super-risk alterationへと導くよう奨励する場合がある。一般に確定型は、betaの増大を動機づけるが、指数連動型は、ベンチマークからの乖離のための操作を誘発する。会社の業績とは関係なく、ボラティリティが大きいほど指数連動型選択権の価値は大きくなるからである。指数連動型では、一般投資家と選択権保有者との利害が相反することにもなる。

指数連動型の場合のsuper-risk alterationは、株主と債権者との間一般あるいは株主と確定型選択権者従業員との間で生じるalterationとは区別されなければならない。ここでは従業員が株主一般が望む以上の不安定を追及する。従業員は同業他社が遭遇しない機

会に、会社をあわせようとする。同業の平均的な利益を実現している会社の経営者でも、指数連動型選択権を大量に保有していれば、業種の標準株価よりも株価を高騰させない限り自らの利得はないことになるから、失敗する確率が成功する確率よりも大きい事業であっても一経営者に失敗したときの危険の引受はない以上は一、これに着手しようと誘引されがちである。指数連動型選択権が非対称的な権利であるために、このような倫理破綻が生じるのである（p. 1930-）。

【シグナルとしての選択権の受容】会社は、指数連動型選択権を提案することで、自らの功勞によって会社のbetaを引き上げることができると考えた従業員を集めることができる（p. 1924-）。従業員は、自らと会社との双方に信頼をおいている者であることを示すシグナルとしてこれに応じる。シグナリングという考え方は、報酬形態の変遷を理解する上で役に立つ。例えば、株主は、従業員に報酬として社債を与えることに消極的である。社債を与えると従業員が株主ではなく債権者の側の利益をはかる結果になってしまうからである（Jensen & Meckling, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).）。従業員側も社債の取得をためらうであろう。従業員もまた会社の未来を信用していないことを自ら表明することを望まないからである（p. 1928-）。指数連動型は、株主でさえ利益を得ていない場面で経営者が利得することも可能にするから、却って株主と利益が一致しない者として行動することを表明してしまうことになる。

【「規範」の観念による説明】多数の従業員には確定型、一部の上級従業員に指数連動型を付与する方法で、確定型を保有する従業員に、指数連動型保有従業員への監視を協力させるということが可能であるかもしれない。しかしそのような方法が採られていないのは何故なのか。

ここでレヴモアは「規範 norms」に言及する (p. 1932)。もし一部の選ばれた者だけに指数連動型を与えたとすれば、市場全体が不況で会社も業績が悪いのに、会社がベンチマークを超えて業績を挙げたというだけの理由で、指数連動型選択権保有者である従業員が利益を享受することは、一般に受け入れられないのではないか (nonconflicting-fortunes)。ある共同体の中で利害の対立を予防するには、一定の範囲で全構成員が盛衰を共にすることは必要である。このようなある種の文化的考察から、レヴモアは結論する。

いかに指数連動型選択権が、より雇主にあって低費用で、従業員にとって低危険で、報奨効果は最大であるとしても、super-risk alterationを回避し nonconflicting-fortunes の原則に従う観点から、この手段は好まれないのである (著者は、この他、準連動型もモラルハザードの解決にはならないこと、指数連動型選択権の結果を複製した一時金も、同様の結果をもたらすこと、にも言及する)。

(柴崎 暁)

9. 会社の情報開示の文脈における法規範と社会規範の役割

Eric Talley, Disclosure Norms, 149 U. Pa. L. Rev. 1955.

1. 会社の情報開示の規制

会社の活動に関して、それが外部との取引関係であると会社の内部関係であるとかかわらず、情報の開示を要求し又は開示内容や態様を規律する法的規制は多い。例えば、瑕疵担保責任の法理は会社の事業たる商取引のみならず M&A にも適用されるし、取締役の利益相反行為には取締役会への情報開示が要求され、証券取引法は証券取引について詳細かつ網羅的な情報開示規制を用意している。会社に係る取引は、しばしば重大な経済的利益を伴うことから、会社の情報開示に対する

司法の介入は日常的な現象といえる。

会社を取り巻く情報開示規制の意義・効果を、ミクロ経済学的手法を用いて分析する試みは少なくない。その中には、自由主義的な新古典派経済学の立場から、情報を開示することが会社にとり最終的な利益となるのだから、市場メカニズムに任せておけば自ずから情報開示が進み、法令や裁判所による統制は不要だとする極端な議論も散見される。

司法による統制を市場メカニズムと私的自治への過剰な介入であると批判する論者の論拠は、大きく分けて2つである。第一に、裁判所という第三者機関による事後審査は、一般的には紛争を裁定し解決する能力を備えていると評価できるとしても、会社の情報開示を巡る複雑な訴訟においては誤った判断を下す可能性が高く、その抑止効果は期待ほどには機能しないばかりか、逆に過誤のリスクが経済活動を萎縮させ、社会的な非効率を招きかねないということである。第二に、法的な責任追及が、情報に敏感な市場において正直であることを奨励する唯一の政策手段ではないことである。すなわち、市場経済の下では不誠実な情報開示を行う市場参加者は自然に淘汰されていくが、このような評判を通じた社会規範の機能は、司法による統制に比べ、費用も時間も掛けずに市場参加者自身によって実現される過ちの少ない統制手段だという議論である。

しかしながら、司法によるいわばハードな統制と市場メカニズムを通じたよりソフトな統制とは、代替的な政策手段として互いに排斥し合うものなのであろうか。それとも、両者は共に会社の情報開示に対する統制手段として共存することができるのであろうか。そして、もしそうであるならば、両者の関係や役割分担は如何なるものなのであろうか。

2. タリー教授の論文「情報開示規範」

南カリフォルニア大学ロー・スクールのエリック・タリー教授は、経済学のゲーム理論

をもとに、典型的な会社関係の情報開示の局面を例にとり、司法の事後審査に支えられた公式な法規範と社会的制裁に依拠する非公式な社会規範との関係を考察している。

タリー教授がまず着目するのは、情報開示におけるセーフ・ハーバーの機能である。会社を巡る情報開示の法規制において、制度としてセーフ・ハーバーが採用されることは少なくない。例えば、瑕疵担保責任に関し、売り手は、契約に免責条項や現状有姿での引渡し条項を設けることによって、表示と実際との間に齟齬があった場合の責任を限定することができるが、これは契約文言を通じたセーフ・ハーバーといえる。また、証券取引の分野において、米国では、判例法を通じて形成された注意表示の法理（*bespeaks caution doctrine*）や1995年の私的証券訴訟改革法（Private Securities Litigation Reform Act of 1995）が、証券取引法上の企業情報開示、特に将来予想（*forward-looking statements*）について、一定の注意文言の存在を条件に、不実開示に係る責任を限定しているが、これは判例法や立法によるセーフ・ハーバーといえる。

セーフ・ハーバーは、常に表示者を免責する効果をもつわけではない。裁判所は、瑕疵担保責任の文脈であれば、契約の過程、表示の態様、当事者の期待等様々な要素を総合的に判断し、責任の肯否を決定するし、証券取引においては、被告の情報開示全体が投資家の投資判断に与えた影響を判断する材料のひとつとして注意文言を考慮するに過ぎない。他方、セーフ・ハーバーによって保護されていたとしても、表示者が常に虚偽の情報を流すとは限らない。不誠実な行動は長期的な経済的利益に反するという社会規範が、表示者の行動の制約原理として機能しているからである。

一般に、情報開示に係る公的な規制においては、主観的ないし定性的ないわゆるソフト情報である場合や、開示された情報の検証が

困難な場合に、セーフ・ハーバーが制度化されることが多い。セーフ・ハーバーは、類型的に司法が過誤を犯しやすい場合に、司法による介入を制限し、代わりに社会規範を通じた非公式な社会的制裁が抑止力を発揮すること期待する法技術といえる。タリー教授は、このようなセーフ・ハーバーの特徴や機能に注目し、法規範と社会規範とを架橋するものと理解するのである。

タリー教授が、情報開示に関する規制の分析に用いる経済モデルは単純なものである。市場参加者が、高品質、中品質、低品質のいずれかである資産を相対で売買する場面を想定する。売り手は、買手に対し、資産の品質の3つの種類のうちいずれかであることを表示するが、表示は常に真実を反映しているとは限らず、買い手は表示の虚偽であるリスクを見込んだ上で取引するか否かを決定する。売り手が如何なる表示をするかは、虚偽の表示に対し外部から課される制裁のリスクに影響される。

このモデル分析における社会全体の効率性は、2つの観点から捉えることができる。第一は、取引の成立である。売り手と買い手とでは対象資産の主観的価値評価が異なると仮定すれば、取引が常に成立すること自体が社会全体の効用の増加を意味する。第二は、リスク考慮後の資産価値の合計である。取引成立の有無にかかわらず、その時々資産所有者にとっての主観的な資産価値評価の合計値が大きければ大きいほど、社会全体としてはより効率的といえる。社会全体の最適効用をもたらす均衡点は、モデル上、このような資産価値評価の合計値を最大化する点で表されることになる。

タリー教授は、上記の経済分析モデルに、情報の真偽の検証可能性、司法統制、司法過誤、セーフ・ハーバー及び社会規範の有無をそれぞれ変数として投入して、複数のシナリオについて効率性の分析を行い、以下のような結果を得る。

出発点として、情報の真偽が完全に検証可能な場合を考えると、売り手が殊更に虚偽の表示を行う理由はなくなり、情報開示を規律する法規範が存在しなくとも、おのずから必要な情報は正確に伝達され、取引は常に成立する。情報の検証のための費用を捨象すれば、各資産はその価値を最も高く評価するプレーヤーのもとに移動し、社会全体の効用も最大となる。

現実の世界では、買手が情報の真正を少なくとも直ちには検証することができないケースが圧倒的であろう。そこで今度は、情報の真偽の検証が不可能であると仮定する。この時、情報開示につき何らの規範も存在しない無秩序な状態であれば、全ての売り手は常に資産が高品質であるという品質表示を行い、他方、買い手は売り手の表示を一切信用せず低品質に見合った価格しか提供しなくなるから、取引は次第に成立し難くなる。これは、情報の信頼性の欠如が当事者の逆選択を招いて社会的な非効率な結果に至るという、いわゆるレモンの問題状況である。

それでは法規範を導入すればどうだろうか。具体的には、売り手の情報開示を品質についての保証と同視し、結果的に資産の価値が保証された価値を下回った場合には、訴訟手続を通じて、売り手に差額を補償させるというメカニズムを想定する。法規範の実現に当たり裁判所は判断ミスは犯すことはないという前提であれば、常に取引は成立する。但し、司法制度自体の維持コストゆえに、法規範は存在しないが情報が検証可能な場合に比べ、モデル上の均衡点はやや非効率となる。そして、低品質の表示については、実際の品質が表示された品質を下回ることはあり得ないから、表示者にセーフ・ハーバーによる免責を与え、司法の介入を一切排除してしまうことがより効率的となる。

次に、分析の条件をさらに現実に近づけるべく、裁判所は一定の確率で過ちを起こすと仮定する。過誤の頻度が大きくランダムとい

える程度にまで達すれば、均衡点は全くの無秩序状態のケースに接近する。一方、過誤の確率が一定値以内に収まれば、全ての取引が成立可能となるが、司法制度自体の維持コストの上に、過誤のコストが加わるから、均衡点は一層非効率になる。過誤の確率がある程度以上に高い場合には、セーフ・ハーバーの適用を拡大し、司法統制の範囲を制限することが、効率性の観点からはむしろ望ましいことになる。

最後に、セーフ・ハーバー及び社会規範の存在を加味したらどうか。資産の売買取引において買い手が虚偽の表示を行った場合には、事後的に評判の低下等の形で社会的制裁を受けるので、市場参加者は真実を告げるようになり、取引の成立可能性は高まる。そして、社会規範が動機付けを一部担うことから、法規範に基づく制裁はより緩やかなものとすることができ、売り手が認識する虚偽の表示に対する制裁のリスクは減少する。ここまでは社会規範の存在しない場合と同様である。ところが、社会規範が存在する場合には、逆に裁判所が法的な制裁を加える範囲をより拡大した点、すなわちセーフ・ハーバーの適用範囲を狭めた点が、均衡点となる。

タリー教授の分析では、間違いを犯しがちな裁判所を前提とすれば、社会規範の存在しない世界では抑制的な法適用（＝セーフ・ハーバーの拡大）が効率的だが、社会規範の存在する世界では、より積極的な司法の介入（＝セーフ・ハーバーの縮小）が社会的な最適効用をもたらすという結果が得られた。そこから導かれる結論は、法規範と社会規範とは政策手段として代替的な関係に立つのではなく、むしろ相互補完的な関係にあるということである。すなわち、社会規範は違反者に対する制裁の局面では法規範に代替するが、責任の認定という局面では逆に法規範の役割を一層促進するので、正直な情報開示という強い社会規範が存在する社会においては、責任の発見ないし認定という意味での司法機能

がより積極的に発動される。これは、社会規範と法規範とが政策手段として代替的であるという自由主義的経済学の議論を否定するものであり、両者の関係が形式的に理解されているよりも、はるかに微妙でかつ単純には割り切れない関係であることを示している。

3. タリー教授の論文に対する評価

社会規範と法規範との相互作用に係るタリー教授の結論は、両規範の関係についての直感的ないし経験的な理解とも合致する。一般に、法規範は、社会規範の存在を前提とした上で、特に厳格に遵守されるべきルールを抽出し制度化したものであって、両者は重なり合い、また相互に補完しあうものと考えられているからである。

教授が分析対象としたのは、二者間の単純な売買取引における品質表示であり、使用した分析モデルも比較的単純であるから、その結論を会社の情報開示のあらゆる局面に一般化することはできないだろう。また、自由主義的経済学からの司法介入制限論は、社会規範と法規範を内容的に区別することなく、規範の実現手段としては裁判所という第三者の判定によるよりも市場の見えざる手に任せた方が効率的であるという議論であって、社会規範と法規範とを異種・並列的なものと想定するタリー教授の分析とは、前提において必ずしもかみ合っていない。さらに、タリー教授が用いる「社会規範」概念は極めて漠然としており、分析対象としてやや不明確である。社会規範の意義については、個人の内心に係る倫理的な規範であるとする立場と法的義務の不存在にもかかわらず人々がとる一定の行動パターンとして捉える行動経済学的な立場との間で対立があり、タリー教授は後者の見解を分析の基礎としているが、行動パターンという社会的事実は、単に人間の行動の結果の事後的な集積に過ぎず、それを事前に方向付ける「規範」とは区別されるべきものではなかろうか。社会規範と法規範との相互補完

性を厳密に立証するには、まず社会規範の内容と意義を一層明らかにする必要があるだろう。

このような限界にもかかわらず、タリー教授の論文は重要な意義を有している。経済活動の拡大と複雑化に伴い、情報の開示及びその内容の適正を担保する社会的なメカニズムが要請される局面は増大している。これに対応する政策手段として、刑事罰や行政取締りに限界があることは明らかであろう。私人による民事の損害賠償請求訴訟を通じた司法統制も、時間や費用の面で常に効果的とはいえない。とすれば、例えば自主規制機関や民間団体等の市場参加者による自主ルールからアドホックかつ非公式な評判の低下を通じた社会的制裁まで、様々な種類の規律が動員される必要がある。問題は、如何にして、これら様々な規範ないし政策手段を統合して効率的な規制体系を設計し、絶えず変化する社会経済事象に対応して調整してゆくかであり、そのためには、各規範ないし規制手段の意義・機能・効果についての考察はもとより、それら相互の関係に関する実証的及び理論的な研究は不可欠であろう。タリー教授の研究は、情報開示に関する規制という文脈において、法規範と社会規範の関係を意識的に採り上げ、経済分析モデルを用いて理論付けようとした貴重な試みなのである。前述のような批判も、むしろタリー教授の論文を出発点に今後さらに探求されるべき課題といえるだろう。

(遠山秀)

10. 競合する規範と社会的進化：最適な規範は効率的であるか？

Paul G. Mahoney and Chris W. Sanchirico, Competing Norms and Social Evolution : Is the Fittest Norm Efficient ? ,149 U. Pa. L. Rev. 1717 (2001).

【概要】

社会的コントロールは、しばしば、法を通じてよりも社会規範（social norm, 非公式で分権的な同意と協調のシステム）を通じて達成され、法の役割は実は思われているほど重要ではないとの考え方が、最近出てきている。

例えば、無限繰返しゲーム（repeated game）による均衡の成立により、社会規範を守ることによって短期的に不利益を被っても、長期的敵には利益となるから従うことになる。しかし、こうした説明が適用できるモデルにおいては、ゲームにおける割引因子が大きい⁶。

そして、社会の進化の過程は、効率的な規範の受容を支持するとの考え方は、法の機能に重きを置かない考え方である。

「合理的選択」や「協調による均衡」の背後には、社会のすべての構成員にとって社会規範Aが社会規範Bより望ましいなら当然に社会規範Aが選ばれ、複数の均衡が存在する場合には最も効率的な均衡がフォーカル・ポイント（focal point）⁷になる、との考え方が存在すると思われる。しかしながら、必ずしも合理的な行動をとらないプレーヤーからなる集団が、進化の結果どこに収束するのであるだろうか？

しかしながら、近時の「進化論的ゲーム理論（evolutionary game theory）」に基づいて考えるならば、効率的な規範が生き残るのは一定の条件の下でのみであり、適応過程での生き残りは、効率的なものの生き残りを意味しない。

新規に入ってくる者の中には、考えずにランダムに戦略を選ぶ者がいるとし、①新規に入ってくる通常の者がより有利な行動を選ぶ部分は、より環境に適応した種が優勢となっていく過程と捉え、②時々変な行動をとる者が現れる現象を突然変異と捉えるならば、これは進化の過程を均衡選択の議論に応用したと考えることができる。

効率的な規範は、ランダムな衝撃に対して弱く、適応と効率性の“ミスマッチ・リスク（mismatch risk）”が存在する。こうした“ミスマッチ・リスク”の存在は、効率的な規範が進化する可能性を減じるものであり、ここに法制度の必要性が存在する。

制度は、協調する者に、協調のためのコストが無駄にならないように、安全を提供する。また、制度は、システムを正しい経路に置き続ける機能を果たすだけではなく、システムが均衡した経路から逸脱しているときに訂正する機能を果たす。例えば、契約や不法行為をめぐる法的ゲームにおいては、進化する力が効率性から逸脱してしまい、制度がこの傾向を是正することが必要とされる。

このように、社会規範は唯一のエンフォース・メカニズムではない。代わりに、裁判所や行政官や取引団体等の、ゲーム外部の行為者がエンフォースの役割を担うことにより、均衡が達成される可能性が存在する。

【コメント】

法制度（裁判所、立法者、行政官、取引団体etc.）がこのような法の機能を意識的に活用する可能性も存在するが、裁判所等はこうした介入を積極的に行うべきであろうか？社会規範に従っている者が「他の均衡もありうる」こと認識していないため、非効率的な均衡が定着・維持される可能性も存在する。

裁判所等は「他の均衡もありうる」ことを認識できるか、また認識可能な場合、それが現状より望ましいか、新たな均衡への誘導の方法、最適な誘導手段、等の判断を合理的に行うことが可能であろうか？

（渡辺宏之）

11. 「株主利益最大化規範と産業組織」

Mark J. Roe, The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization, 149 U. PA. L. REV. 2063 (2001).

I 本論文の対象

本論文では、株主利益最大化規範の源泉を特定しない。また、同規範の絶対的な価値について論ずるわけでもない。本論文の主張は、株主利益最大化規範の相対的な価値が産業組織のあり方によって決まるということにある。

II 株主利益最大化の功利主義的な根拠

アメリカの学界と実業界では、広く、株主利益最大化は功利主義すなわち最大多数のための最大幸福という考え方に合致していると考えられている。その根拠は、配分的な効率性であり、それから得られる利益は、現在の株主よりも現在の従業員を分配上優遇することによって通常得られる利益をはるかに上回る。富そして究極的には公正性も、会社の残余請求権者である株主によって最も良く実現されるし、他の請求権者は会社との契約を通じて欲するものを獲得することができる。逆に、経営者にステークホルダーの利益を考慮させると、経営者の裁量権が広くなりすぎて、モラル・ハザードの危険が増えるにすぎないとされる。しかし、産業が高度に集中化され、商品市場での競争が弱い国家では、上記のようなスケッチの説得力は乏しくなる。

III 株主利益最大化と独占レント

A 産業が集中化している場合には、株主利益最大化はGNPを減少させる

独占企業は、自己の利益を最大化するために、財の生産を抑制し、その価格を引き上げることができる。逆に、独占企業が望むならば、競争的な企業と同じ量の財を生産することもでき、そのときには独占企業の利益が最大化されない一方、消費者余剰は最大化される。また、独占企業の利益を最大化しようとするときよりも財の生産量が増える分、独占企業はより多くの従業員を雇用するであろうから、その意味でも国家の富が最大化される。

強い株主利益最大化規範は、独占企業の経営者に、生産量を削減し、価格を引き上げ、

雇用を減少させるよう仕向けるであろう。これに対し、株主利益最大化についての比較的弱い制度は、より多くの生産量とより低い価格を導くことができる。規律付けが緩まれば、経営者は企業規模の拡大を求めようとするからであり、それはエージェンシー理論の基本的な想定と整合的である。反面、資源利用は非効率になるが、それはアウトプットの増加で補われるであろう。また、経営者の事前のインセンティブが小さくなる分、経営者による独占レントの横領の危険も高まるが、それによる社会的費用の増加と生産量の増大にともなう便益のいずれが大きいのかは、先験的には明らかではない。そのため、産業の比較的集中化されているヨーロッパ諸国が、株主利益最大化の推進に消極的であるのにも合理性がみとめられる。

B 従業員優先のコポーレート・ガバナンス政策の多義性

ひとたび従業員が独占企業の利益から、保証された分け前を獲得すると、彼らは、より多くの生産とより低い価格をもたらす経営方針には関心を失う。そうした経営方針は独占企業の利益を減らして、従業員の賃金と手当てを引き下げるプレッシャーをもたらすからである。

しかし、産業に対するサプライ・ショックが生じて、石油などの不可欠なインプットのコストが劇的に上昇すれば、通常、企業はより一層の生産削減と従業員のレイオフをおこなうであろう。とはいえ、株主利益最大化に批判的であり、レイオフに反対するようなルールと規範を有している国家では、企業が従業員をレイオフするのは容易なことではない。いずれにせよ従業員に賃金を支払わなければならないのであれば、独占企業は生産を削減することも、さらに価格を引き上げることもしないであろう。こうして従業員が保護されるだけでなく、国家の富も増大する（または、少なくとも減少しない）。

C どうして両立しないのか？

従業員の保護を図りながら、株主利益の最大化を許容ないし推奨するという政策は、少なくとも以下の三つの理由から、一般的ではない。第一に、そうした制約の下での株主利益の最大化は、商品市場における競争が弱い場合には、必ずしも国家の富を最大化させないからである。第二に、従業員の適切な保護のあり方については、法で規定するのが難しいため、そのエンフォースメントの実効性も乏しい。株主利益最大化についての弱い規範や制度は、おそらく、従業員を優遇しようとする社会の中核的な目標をより良く達成できるのであろう。第三に、従業員の利益保護を掲げる政党は、往々にして、それと補完的な反株主イデオロギーをもっている。従業員の職を確保し、株主利益を損なうことはイデオロギーの一つのパッケージである。

IV 株主利益最大化の意図的な弱体化

コーポレート・ガバナンスについての諸制度は、基礎をなす産業組織と適合的である。

A 会社法上の行為基準

ヨーロッパ大陸の会社法は、アメリカ法と比して、弱い株主利益最大化規範しか規定していない。たとえば、フランス法は社会的利益のための企業経営を許しているし、ドイツ法は経営者が株主のエージェントであるとするのを否定している。もっとも、会社法上の行為規範だけが経営者の行為を決定付けるわけではなく、むしろ以下の点が重要である。

B レトリックと文化

レトリックによるプレッシャーは法律以上であるが、フランスやドイツでは、株主利益最大化は、社会的利益と相反するものであると考えられている。また、ヨーロッパのいくつかの国では、富裕な家族が一族で企業を所有するケースが多いが、それも株主利益最大化規範が弱いことと無関係ではない。同規範が弱いときには、それが強いときよりも、所有と支配の分離が株主にとってより大きな危険をもたらすからである。

C 敵対的企業買収

アメリカでは、敵対的買収が株主利益最大化の原動力である。これに対し、ヨーロッパでは最近まで、敵対的買収は非難の対象であり、従業員の職を確保する観点から政治的圧力が加えられることも少なくなかった。

D インセンティブ報酬

株式をベースとしたインセンティブ報酬は、経営者に株主利益を最大化するよう促す。しかし、フランス、ドイツ、スウェーデンその他のヨーロッパ大陸諸国の経営者は、アメリカの経営者と比して、低いインセンティブ報酬しか受けておらず、彼らが受け取ったインセンティブ報酬が報酬総額に占める割合は小さいのが一般である。

V 強い資本市場は、弱い商品市場に打ち勝つことができるのか？

資本市場は、たとえ商品市場が弱い場合であっても、株主利益最大化をもたらすに違いないという考え方もありうるが、それは誤りである。

A 新たな資金調達

資本市場は、独占企業の経営者に対しては、競争的な企業の経営者に対するよりも弱い制約しか与えない。往々にして、独占企業の経営者は、設備投資に必要な資金を内部留保でまかなうことができる。また、独占レントのゆえに、独占企業への投資資本の利回りは競争的企業のそれよりも高く、資本市場は、経営者が独占による利益のすべてを浪費しないかぎり、独占企業の経営者を強く制約しない。

B 敵対的企業買収

敵対的買収市場は経営者を制約するが、そう十分に制約するわけではない。敵対的買収市場が経営者を制約する場合でも、それは競争的な商品市場に完全に代替するものではないから、一方の市場による制約が取り除かれることにより、ほとんどの企業で経営者の規律付けが緩まる。

C 独占利益の価値

Ⅵ アメリカへの三つの示唆

結語

ヨーロッパでは、歴史的に、アメリカと比べて競争が弱く、しかも株主利益最大化について弱い規範と制度しかなかったが、それはヨーロッパの商品市場構造と適合的である。ヨーロッパの過去が富を最大化するものであったのかどうかは、生産量の増大から得られる便益と経営者の規律付けの緩みの拡大から生じる社会的費用との間に、どのくらいのトレード・オフがあったのか、そして、商品市場がどのくらい非競争的であったのかによって定まる。

【コメント】

本論文の主張は、商品市場の競争が弱い国家では、株主利益最大化規範が必ずしも国家の富を増大させないというものである。近時のヨーロッパ諸国では、株主利益最大化規範が強調される傾向にあるが、それもEU域内における財の自由移動が促進された分、商品市場での競争が強化されたのと無関係ではないのかもしれない。そのことは現在のわが国の状況にも相通じるところがありそうである。

ただ、本論文は、ヨーロッパ諸国の商品市場が非競争的であること、そして、従業員を保護すべきとする価値観が強いことをほとんどワンセットの形で所与の前提としているため、問題の本質は明らかにされていない。過去のヨーロッパ諸国にも、商品市場を競争的にしたうえで、株主利益最大化規範を推奨するという選択肢があったはずであるにもかかわらず、そうした政策が採用されてこなかったのは、どのような理由によるものなのであろうか。本論文が暗に示すように、それはおそらく従業員を保護すべきとする価値観と密接な関係にあると考えられるが、それでは、そうした価値観はどのようにして生まれてきたのであろうか。神学論争めいたイデオロギーの問題にすぎないのか、企業の競争力の

源泉としての従業員を重視した結果なのか。

とはいえ、これらの問題は本論文の守備範囲ではないのであろう。株主利益最大化規範の当否を論ずる研究は少なくないが、本論文は、商品市場の競争性との適合性という新しい観点から、必ずしも同規範があらゆる国々に妥当する普遍的な価値をもつわけではないことを明らかにしている点で、示唆に富むものといえる。

(久保田安彦)

12. 創造的な規範の破壊：日本の企業統治における非法的ルールの展開

Curtis J. Milhaupt, Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance, 149 U. Pa. L. Rev. 2083 (2001).

本論文は、日本の企業統治において重要な役割を果たしてきた四つの非法的ルール（規範）の分析を通じて、企業統治論における規範研究の重要性を指摘するものである。四つの規範（あるいはそれによって支えられる制度）とは、①メインバンク制度、②敵対的買収に対する反感、③取締役会の監督機能の軽視、④終身雇用制度である。

一般的には、これら四つの規範は日本の文化に根ざしており、古くから存在するものであると考えられているようであるが、本論文は、これらの規範は戦後に現れたものにすぎず、過去の慣行と断絶していることを示す。すなわち、①メインバンク制度は明治期や大正期には存在しておらず、銀行を倒産させないという暗黙の政府保証もなかったし、実際に1920年代や1930年代には数多くの銀行が倒産していたこと、②M&Aも明治期には一般的であり、財閥が買収（敵対的買収を含む）を行うことがよくあったこと、③19世紀から20世紀にかけて、社外取締役が企業の監督につき重要な役割を果たしていたという証

拠があること、④第二次世界大戦中の雇用関係は不安定であったことなどを示し、戦前の日本の企業統治はむしろ現在の英米の企業統治と似ている部分が多かったと分析する。そして、本論文は、こうした過去の実務と異なる企業統治規範が発生・存続した原因として、第二次世界大戦により政府・業界間に新たな関係が築かれたことのほか、これらの規範が法の継受によって混乱した公的制度に代わる安価な代替手段として機能したことや、これらの規範が少数の利害関係者に私的な利益を提供したことなどを挙げる。

本論文はさらに、これら四つの規範が現在崩れつつあることに言及する。すなわち、①については、経営破たんにより一時国有化された後にRipplewoodに売却された旧長銀がそごうの債務免除計画を拒否したこと、②については、2000年にM&Aコンサルティング(MAC)が昭栄に対する敵対的買収を開始したこと、③については、大和銀行の株主代表訴訟において、大阪地裁が取締役の注意義務違反を認め、約775百万ドルの損害賠償を命じたことが一因となって、取締役の意識が変わってきたこと、④最近、NTT・日産・ソニーなどで大規模な一時解雇が実施されていることなどを挙げ、外圧や規範創造者の働きなどによってこれらの四つの規範が変容しつつあることを指摘する。

最後に本論文は、比較企業統治論における規範分析の重要性を指摘した上で、企業統治規範が株主中心主義に急速に収斂しているという主張に対しては、日本の経験からすると部分的にしか支持されないと指摘する。

[コメント]

日本の企業統治を支えてきた四つの規範が戦後誕生したものにはすぎないという指摘は興味深い。日本の企業統治のあり方が戦前と戦後とで異なるという指摘をする研究者は他にも見られるが、今を生きる普通の日本人の感覚としては、これら四つの規範は日本文化に

根ざすものであるという認識が確かに多いように思われる。

規範のゆらぎという点では、敵対的買収に対する社会の反応が興味深い。昨今のマスコミ報道等を見ていると、敵対的買収=悪い買収と考える向きは今でも根強いと思われるが、敵対的買収は常に悪い買収とは限らないと考える人は増えつつあるように思われる。こうした変化をもたらす原因の一つとしては、やはり個人株主の増大を挙げることができるであろう。今まで多くの日本人にとって普通に想定しうる企業のステークホルダーは従業員としてのそれであり、敵対的買収は雇用を脅かすものとして悪いイメージが強かったように思われるが、個人株主の増大に伴い、株主の視点から企業のあり方を考える人が増えてきた結果、企業価値あるいは株主利益の観点から敵対的買収を許容する人も増えつつあるように思われる。また、企業価値を高めるものであれば敵対的買収は悪い買収とはいえないという考えを後押しするものとして、経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005年5月27日)などを挙げることができよう。この指針は、法的拘束力こそ有しないものの、関係者によって遵守されることにより日本の企業社会の行動規範となることを狙いとしており、実務家や研究者等の討議を経て政府機関により公表されたというプロセスに鑑みても、この領域の規範形成に対する影響力は相当に大きいのではないかと考えられる。

ところで、一般論として、法と規範の双方が企業統治に影響を及ぼしているという視点自体は目新しいものではないと思われる。また、法が規範に影響を与えることもあれば、規範が法に影響を与えることもある。多くの日本の商法学者は、これらのことを当然の前提として、日本法の議論を展開しているのではないだろうか。ただし、日本の商法学者が外国法を研究する際に、その国に自明のこと

として備わっている非法的な規範を十分に検討してきたかは反省する必要があるのかもしれない。法と規範は相互に関連しながらそれぞれの機能を発揮すると考える立場からは、今後外国法を研究する際には今まで以上に規範の存在を意識して研究を進めていく必要があるように思われる。

私としては、公開会社の企業統治における自主規制の位置づけに関心がある。自主規制といっても、証券取引所のルールのように非常に高い権威を持つものもあれば、日本経済団体連合会が作る企業行動憲章のように少なくとも現段階ではそれほど強制力があるとは思えないものまでいろいろある。そこで、問題となるのは、公開会社の企業統治に関する様々なルールのうち、法律で定めるべきもの、政省令等で定めるべきもの、証券取引所のルールで定めるべきもの、その他の自主規制で定めるべきもの、いわゆる規範や倫理に委ねるべきものとは一体何かという点である。つまり、健全な企業統治を効果的かつ効率的に実現するには、これらのルールをどのように組み合わせるのが最適であるのかを考えていくことがこれからの法学者にとって必要な作業ではないだろうか。

(河村賢治)

13. 「企業統治は重要であるか？ロシア企業のデータを用いた粗テスト」

Bernard Black, “DOES CORPORATE GOVERNANCE MATTER? A CRUDE TEST USING RUSSIAN DATA”, 149 U. Pa. L. Rev. 2131 (2001).

企業の企業統治行動 (behavior) はその市場価値 (market value) に影響するのか？先進国における大多数の実証テストでは、企業固有の企業統治行為はその市場価値にほとんど影響しないか、もしくは全く影響していないことが明らかになっている。かかる結果

は企業統治の実施 (practices) において、企業間に多様性が乏しいことを反映しているのかもしれない。

アメリカ企業についてみれば企業統治の実施が重要であるという徴候は乏しく、企業統治の実施における企業間の多様性がその市場価値もしくは業績に影響を与えているかについて、大多数のテストは無為のものとなっている。影響が見受けられる場合でも、それらは経済 (学) 的には軽微であり、大抵 1 ~ 2 % である。アメリカにおいては、法やほとんどの公開企業が逸脱することなく広く受け入れている規範が定める企業統治の最低水準はかなり高いものである。企業の統治行動における多様性は軽微であり、おそらくそのため業績の大きな差異を認めることができないのである。

統治行動がその市場価値に影響するか否か、加えてどの程度影響するかについての、より効果的なテストは、企業及びその内部者 (経営者及び大株主) の行動を統治する法律や、内部者の行為に対する規範やレピュテーション上の制約が弱い国において可能となるのだろう。かかる国においては、会社間の企業統治の差異は大きくなるであろうし、それにより市場価値に与える影響を測定することも可能となるであろう。

ロシア企業の企業統治の実施は非常に良好なものから劣悪なものまで極めて多様である。企業統治行動がロシア企業の市場価値に影響を与えているか否かについて、ロシアの 16 社の公開会社に関し、(1) 同国の主要投資銀行である Brunswick Warburg が 1999 年秋に開発した企業統治ランキングと、(2) 同時期にロシアの別の投資銀行 (Troika Dialog) が独自に算定した (これら 16 社に関する) 実際の時価総額と西側市場での潜在的時価総額を比較した「value ratio」の両者を組み合わせてテストを行った。この「value ratio」は、投資家がかかる企業に適用するディスカウントの比率を提示するものである。ディスカウ

ントの幅は非常に大きく、value ratioはVimpelcom社の0.48からYuganskneftegaz社の0.0001まで幅がある。

16社という少ないサンプル数にもかかわらず、 $\ln(\text{value ratio})$ と企業統治ランキングの相関関係は顕著なものであり、統計学上も強い相関関係を示している（ピアソン相関係数 $r = 0.90$ ($p < .0001$)）。これらの結果は少ないサンプル数のため試験的なものであるが、ロシア企業の企業統治行動がその市場価値に多大な影響を及ぼしていることを示唆している。その影響の程度とは、企業統治ランキングにおける一つの基準からの逸脱の変化が企業価値の8倍増を予測するものとなり、企業統治ランキングにおいて、最低（51ランキング：Yuganskneftegaz社）から最良（7ランキング：Vimpelcom社）の企業統治への変化は企業価値の600倍増を予測するものとなる。

ロシア企業に関するかかる結果は、企業統治行動に対する制約が弱い国においては、企業の統治行動はその市場価値に多大な影響を及ぼしうること示唆している。

〈コメント〉

法制度及び規範により担保される企業統治の水準が概ね低い状況にあるエマージング市場においては、外部資本、特に先進国からの投資資金を集めるために個々の企業が、自国の法制度及び規範が規定する企業統治の水準を超えて先進国のそれに近づける行動を採用することは極めて自然なことと言える。本論文はロシア企業について、その市場価値には投資家による企業統治行動に対する積極的な評価が内在することを示している。

（村上誠）

14. 規範は重要か？ 諸国間評価

John C. Coffee, Jr., Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation, 149 U. Pa. L.

Rev. 2151 (2001).

本論文は会社支配者の投資家に対する行動の相違を法制度、法実現および社会規範の観点から説明しようとしたものである。

英米における証券市場の発展は投資家（特に少数株主）の法的保護が優れているからであるという分析がある。このように法の観点のみで社会規範の要素を除外してもいいのであろうか。なぜなら、法と規範の間の境界は区別が難しいし、規範と法的規制は互いから独立している場合があるし、法的規制が規範・慣行に埋め込まれることもあるからである。

会社支配者の投資家に対する行動の実態を把握するために私的支配利益を用いたネノバ教授の分析を参考とする。私的支配利益とは会社支配者が他の株主と比例配分的に共有していない利益を数値化したものであり、種類株式の価格差から導き出したものである。30カ国の661社のサンプルから国ごとの相違を分析すると次のようになる。まず、第一類型としてブラジル・チリ・フランス・イタリア・メキシコ・韓国では会社価値の4分の1から半分が支配価値であり、第二類型としてはアメリカ・カナダ・イギリスでは会社の価値の4%未満であり、第三類型としてスカンジナビア諸国では英米法諸国より低い数値を示している。ネノバ教授もこれらの結果は法制度の差に基づくと分析した。

しかし、このような見方は正しいのであろうか。第一類型と第二類型の相違は英米法諸国の法が大陸法諸国の法より投資家（少数株主）保護で優れているという説明も成り立つ。他方、投資家保護は法だけでなく文化的伝統や社会規範も伴って移植され英米法系諸国では成功したが、大陸法系諸国（中南米や韓国）では失敗したという法の移植効果仮説も成り立つ。英米法諸国の法が大陸法諸国の法より投資家（少数株主）保護で優れているというのは簡略化しすぎである。

スカンジナビア諸国は他の大陸法諸国より低い数値であるが、法制度の観点だけで説明するためには、スカンジナビア諸国が他の大陸法諸国より株主の法的保護が手厚いか、あるいは保護が同じであっても強力な法実現システムを備えているかのいずれかである。しかしこれらの説明は当てはまらない。

このように支配株主の行動の違いが法制度のみで説明し得ないとすると、別の説明が必要となる。

まず、スカンジナビア諸国が私的支配利益の数値が低い理由として法遵守傾向の相違に求めることが考えられる。法遵守傾向を示す数字として犯罪発生率を用いた場合、確かに犯罪発生率でみるとスカンジナビア諸国は長い間先進諸国の中で低い水準であった。

しかし、他の国を見ると犯罪発生率は私的支配利益があまりよくない国（ドイツ・スイス・フランス）でもスカンジナビア諸国と同じくらいであるし、そもそも私的支配利益が二番目によい英米法諸国は犯罪発生率の数字はよくない。それゆえ、犯罪発生率は理由にはならない。

次に、スカンジナビア諸国の社会的結合の強さと同質性の水準の高さが社会規範の遵守につながっているとする仮説はどうか。メキシコ・ブラジル・チリは内部的緊張、階級対立または民族紛争が社会的結合の低さをもたらし、私的支配利益の指標も良くない。これはロシアについても当てはまるし、アメリカにおいても南北戦争後は同様の時代もあった。しかし、社会的結合の観点ではフランス・イタリアがブラジル・メキシコと同じくらいの数値であることの説明がつかない。フランス・イタリアは内部的緊張、階級対立または民族紛争がブラジル・メキシコに匹敵しないからである。

また、証券市場における支配株主と投資家の保有状況の相違は支配株主の行動の説明となりうるであろうか。アメリカのベンチャー企業による株式公開の際には、一般投資家が

70%以上株式を買い、30%程度の株式を経営者に残すのが通常である。ここでは支配が市場に売却されているため、支配プレミアムは小さい。他方、ヨーロッパではアメリカやイギリスのようなIPOはなされず、設立後10年から20年で株式は顧客、取引先、創業者の子孫等に分散して、流通市場での取引が始まる。創業者等の支配株主は75%くらいの容易に支配しうるかたまりを保有している。市場で取引される株式の価格は支配株主の支配プレミアムを反映した大幅な割引価格である。

以上の分析からすると、英米法諸国と大陸法諸国の支配株主の行動は国家的規範より会社発展の特徴の違いによるとみることができる。ヨーロッパの弱い証券市場が支配株主の義務に関して対応する弱い社会規範を生み出し、弱い社会規範は弱い法を成文化する。すなわち、法制度は結果にすぎず、重要なのは経営者の行動に関する社会規範を生み出す株式保有等の証券市場をめぐる状況である。

規範とは、自己利益を制約するが、制裁を課することができる権限ある団体によって実現されていない非公式の行為規則と定義される。規範の遵守が期待できないような事実上規範違反が横行している国において株式の市場価格はどうなるのか。たとえば、ロシアにおいてガバナンスランキングと株価が連動しているとされる。この点は少数株主を保護する規範の遵守という信用できる信号に市場が反応していると分析することができる。

「弱い」会社法の法域で設立された会社がNYSEに上場すると株価が上昇するのも、規範の遵守を示す信号が示されたものとみることでもある。規範の遵守を示す信号が法規制と同様に市場価格に影響することは確かである。他方、実現可能な権利を与えない単なる要望的声明が会社の評価に影響するかどうかは疑問である。投資家が「正直な」信号と「誤った」信号を区別する方法を見つけるまではこうした声明はすべて無視されるだろう。

会社法あるいは法実現体制の違いだけでは経営者や支配株主の投資家に対する行動を説明できない。法が弱くても社会規範の強さが法の機能的代用品となりうる。それゆえ、法が弱く社会規範も未発達なロシアやフランス大陸法域においては、経営者や支配株主の投資家に対する行動を示す信用できる信号は重要である。法実現できるものであればその信号は法的規則の代用品となる。

こうした規範の役割は会社法学のあり方にも影響する。会社法学はアメリカの事業会社の効率性を強化・維持した主要因として会社設立許可書に向けた市場における法域間競争に焦点を当ててきた。しかし企業行動が法的規制と同様またはそれ以上に規範によって左右される場合には、設立法域の選択は会社法学者が予想するほど重要ではなくなる。

したがって、規範の重要性を証明する実証的証拠が示されれば示されるほど会社は単なる契約の束のように見えることは少なくなるとする。

本論文は英米法諸国と大陸法諸国の支配株主の行動は国家的規範より会社発展の特徴の違いによると分析する。この見方を推し進めると、支配株主の行動の相違は証券市場をどのくらい活用するかという認識の相違に基づくともみることができよう（これも広い意味では社会規範の観点に属する）。そうすると証券市場活用の認識は法制度や法実現のあり方と同様重要な意義を有するといえる。従来の会社法学ではこのような観点はあまり注目されていなかった。証券市場を最大限に活用するアメリカの会社法学者がこのような指摘をしている点は興味深い。

近時、わが国の会社法改正等においてはアメリカのような制度上の規制緩和が進展してきた（ただし、法実現の点ではアメリカ型とまではいえない部分も多い）。しかし、本論文の立場からは法制度や法実現だけでなく証券市場活用の認識についても検証が必要ということになる。

（王子田誠）

15. 「会社法は良いコーポレート・ガバナンスに寄与すべきか、それとも、良いコーポレート・ガバナンスが会社法に寄与すべきなのか」

E. Norman Veasey, Should Corporate Law Inform Aspirations for Good Corporate Governance Practice-or vice versa? 149 U. Pa. L. Rev. 2179 (2002).

1 本論文は、「Ⅰ．授權モデル」、「Ⅱ．取締役会の役割」および結論から構成されている。

Ⅰでは、まず、会社法のルールが強行法規かそれとも授權法規か（be mandatory or enabling）という議論について、筆者は、授權モデルが株主にとってよりよい経済モデルであるとする説に賛成するとしたうえで、筆者の理解する授權モデルの構造が説明される。すなわち授權モデルとは、デラウェア州のアプローチを範とするもので、私的秩序形成（private ordering）に関する基本的な制定法上の基準に基礎をおき、信認義務に関する判例を核とする自律的なガバナンスに主として依拠するものであるとされる。ただし、判例は、先例拘束の原則にしたがい、一貫性のある経済合理性を含んでいなければならない。また、私的秩序形成の側面で、判例は、重要と思われる契約上の株主保護を事前に提供しなければならない、といわれる。

授權モデルは、少なくともデラウェア州では、司法と取締役会という二つの信頼（trust）に依拠している。第一に、投資家は会社の所有者として、信認義務の履行について裁判所の役割に期待しており、裁判手続は、会社の全体構造のカギとなる構成要素である。第二に、取締役について最も重要なものは独立性であって、株主の取締役に對する期待（適正なガバナンスへの期待）は、取締役への信頼と強く結びつく。裁判所はその信頼を

エンフォースするという関係にある。取締役の責任は、会社法の次元では、授權法（the enabling act）によって大まかなアウトラインが画され、その責任の受認者としての側面が判例法によって肉付けされる。コーポレート・ガバナンスの残りの部分は、私的秩序形成、社会規範、および、裁判所によって強く促されてベスト・プラクティス（best practice）を達成しようとする気概に溢れた取締役から成り立っている、とされる。

II では、取締役会の制定法上の位置づけにふれた後、経営上の決定と、所有に関わる決定（合併など、株主の利益に直接影響する決定）とを区別して、会社法が取締役会に対する司法審査（judicial oversight）にどの範囲で関わるべきかが論じられる。それによれば、司法審査において、一般に経営上の決定は、所有に関わる若干の決定と同様に尊重されるのに対して、取締役の利益相反取引（interested director transactions）、敵対的企業買収、支配権変更取引、その他の所有に関わる決定は、より詳細に司法的精査の対象となる。つまり、裁判所は、取締役会を監督したり、紛争を解決したりするところまで、手を伸ばしてはいないのであるが、とはいえ、裁判官は、企業のベスト・プラクティスを奨励すると主張することによって、ある種のサービスを提供することができるし、またそうすべきである、という筆者の考えが示されている。これに関連して、A．取締役の独立性、B．株主の最良の利益、C．注意義務、D．企業のベスト・プラクティス、という4点が論じられる。

A．取締役の独立性：デラウェア州の信認義務法の下では、取締役の独立性がいくつかの分野で決定的なものになっているが、独立性の明確な基準や指標はなく、ケースバイケースで判断される。一般的に言えば、取締役会が純粋に独立の取締役によって構成されるほど、取締役会の行為が多くの場面で責任からのセーフ・ハーバーになる可能性が高い。

近年、デラウェア州で争われた代表訴訟 Brehm v. Eisner⁸ の上訴審（デラウェア州最高裁判所）では、機関投資家協議会（the Council of Institutional Investors）が、取締役の独立性について、明確な一般化した基準を採用するよう求めたが、裁判所は、それは問題の解決には不必要であると判断している。筆者によれば、機関投資家協議会が提案するような独立性の基準を、立法その他の方法で強制することは、裁判所の職分ではないし、デラウェア州の立法者がそのようなルールを授權法であるデラウェア州一般会社法の一部をなす制定法規定として適当であると認めるかも、疑問とされる。もっとも筆者も、取締役会で有意な多数を独立取締役が占めることは価値ある目標であるとする見解が、一般的によりよいものであるとは考えている。

B．株主の最良の利益：B．では、まず、取締役会の利害関係者（従業員、債権者、地域社会等）に対する義務を条文化したOECD原則にふれて、株主以外の利害関係者に多くの比重をかけすぎると、かえって、株主の最良の経済的利益という取締役の主たる焦点が拡散されるのではないか、という筆者の懸念が示される。会社の経済的現実を見ると、訴訟は費用のかかる最後の手段であるとされ、それは、株主が、取締役や経営者による不適切な経営上の判断の危険を甘受しているからであって、経営判断原則は、誤った経営判断の危険を株主が黙認していると認めるものであるとされる。

C．注意義務：C．では、注意義務の理論的な問題が検討され、著しい注意義務違反が忠実義務違反につながるという、重要な指摘がなされる。

デラウェア州では、取締役の判断は、取締役がその判断に関して利害関係をもちもしくは独立性を欠き、誠実に行為せず、合理的な経営目的に帰すことのできない方法で行為し、または、決定過程に重過失があった場合を除いて、裁判所によって尊重される。他方、裁

判所が、忠実義務違反を厳しくエンフォースすることもまた、株主の経済的利益であるので、取締役による詐欺的行為、不忠、法律違反、不誠実 (bad faith) が発覚し、また、相当な注意を払うべき過程における重過失による損害があれば、その個人責任については、経営判断原則の保護を剥奪し、完全な誠実さの立証が受認者に要求される。そして、遵法システムの整備に継続的な注意を払わなかった場合や、それが完全に欠落している場合にも、同様のことがいえる。もっとも、責任を負う可能性は、制定法上の保護があるため理論的なものにすぎない。少なくともデラウェア州では、二つの制定法が注意義務の領域での保護を提供しているので、注意義務違反についての損害賠償責任は、取締役にとって実務上の脅威ではない。とはいえ、それは4つの理由から、所有に関する決定や制定法上の保護が提供されるための要件との関連で、やはり重要性をもつ。

すなわち、第1に、過失責任の制定法による免除は、注意義務違反に対する差止めその他の衡平法上の救済を排除するものではない。第2に、取締役の注意義務の領域でセーフ・ハーバーを提供する102条(b)(7)は、誠実さを欠きまたは忠実義務に違反する行為または不作為についての責任から取締役を免責するものではない。第3に、適切な注意を明確に欠いたとすれば、株主の信頼を揺るがし、株価を下げ、改選の際に追い出される原因となり、取締役の解任につながる虞もある。第4に、取締役は、全体としては名誉を重んずる人種で、評判が傷つくことを嫌う。

D. 企業の最良実務 (ベスト・プラクティス) : D. では、良いコーポレート・ガバナンスと会社法との関係に関する筆者の見解が述べられる。それは、良いコーポレート・ガバナンスには、制定法と信認義務に関する判例法の遵守が含まれているが、信認義務と義務違反の救済に関する会社法は、理想的なコーポレート・ガバナンス実務の目標とは区

別されなければならない、というものである。

筆者は、会社法が良い会社実務を伝播させなければならないと考えているし、裁判所がそのような向上心を奨励することは社会的によいことであると信じている。しかしながら、それが司法審査を通じた法的な意味でということなのかどうかとなると、筆者の主張には曖昧な部分がある。さらに、筆者は逆もまた真実であるとし、良いコーポレート・ガバナンスという現代の潮流は、その潮流に全く従わない場合には責任に帰着すると考えられ得るような、充分確立された社会規範となることがあるとされる。

2 筆者は、デラウェア州最高裁判所の首席裁判官である。授権モデルの核に信認義務に関する判例法があること、また、注意義務違反であっても重大なものは経営判断原則によってカバーされず、忠実義務違反に相当する扱いを受けることなど、本論文には、いくつかの重要な指摘が含まれている⁹。衡平法分野において法創造の役割を担う司法なしには、授権モデルが成立し得ないことを再確認させる点でも、有益な論文であるといえよう。もっとも、取締役の独立性を制定法で強制すべきではないとしながら、その独立性が取締役の法的責任との関係ではセーフ・ハーバーとして機能するとされ、会社法の次元には属しないとされる社会規範でも、それに違反すると法的責任に帰着する場合があるとされるなど、筆者の理解する法律や強行法規の範囲、あるいは社会規範の意味には、かなり不明確に感じられるところがあり、また、一般的な理解と比べて法律や強行法規という用語の意味がかなり限定されて使われているように見受けられる。筆者がどこまでを、会社法、そして強行法規と考えて議論を展開するのかをまず明確にしてから、個別の議論が進んでいれば、さらに得るところが大きかったのではないかと思われる。

(川島いづみ)

注

- 1 掲載：University of Pennsylvania Law Review (149U.Pa L.Rev.1607)，題目：Symposium Norms & Corporate Law Introduction.
- 2 著者の文献名称：<The enforceability of norms and the employment relationship> (144. U. Pa. L. Rev. 1913).
- 3 著者の邦語文献として、デイヴィッド・スキール（大杉謙一訳）「会社法の解剖図を読む—会社法の「共通」構造 The “Common” Structure of Corporate Law」ジュリスト 1280号112-18頁（2004年）がある。
- 4 酔っ払い運転をした者がその旨のプリントをしたTシャツを着ることから、公害を起こした企業が広告で謝罪することまで含む。
- 5 チャールズ・ガスバリーノ（田村勝省訳）『ウォール街 欺瞞の血筋』（東洋経済新報社 2005年）329頁参照。
- 6 「割引因子（discount factor）」は、今期（今回のゲーム）と次の期（次回のゲーム）の相対的な重要性であり， $0 < \text{割引因子} < 1$ の関係が成立し，割引因子が大きいほど長期展望的，小さいほど近視眼的といえる。
- 7 フォーカル・ポイント（focal point）とは，皆が注目する点のことである。
- 8 Disney社について，意思決定手続における相当な注意の欠如および会社財産の浪費を理由に，取締役の会社に対する個人責任の有無が問題となった代表訴訟。
- 9 野田博「コーポレート・ガバナンスにおける法の役割——英米会社法を中心として」柴田和史他編『会社法の現代的課題』（法政大学出版局，2004年）64頁以下には，本論文の詳細な紹介がある。